



Årsrapport 2014

Investeringsforeningen
Danske Invest

Danske Invest

Danske Invest

Investeringsforeningen Danske Invest
CVR-nr. 15 16 15 82
Parallelvej 17
2800 Kgs. Lyngby

Telefon 33 33 71 71
www.danskeinvest.dk
danskeinvest@danskeinvest.com

Bestyrelse

Advokat Jørn Ankær Thomsen, formand
Direktør Agnete Raaschou-Nielsen,
næstformand
Direktør Lars Fournais
Advokat Bo Hølse
Direktør Birgitte Brinch Madsen
Direktør Walther V. Paulsen
Direktør Jens Peter Tøft

Direktion

Danske Invest Management A/S:
Adm. direktør Morten Rasten
Vicedirektør Finn Kjærgård
Afdelingsdirektør Lone Mortensen

Revision

Ernst & Young P/S
CVR-nr. 30 70 02 28

Depotbank

Danske Bank

Generalforsamling

Ordinær generalforsamling holdes tirsdag
den 21. april 2015 i Falconer Center,
Frederiksberg.

Layout

Lotte Skov Christiansen
BEYER DESIGN

Grafisk produktion

Scanprint A/S, Århus
ISO 14001 miljøcertificeret og
EMAS-godkendt.

LÆSEVEJLEDNING

Investeringsforeningen Danske Invest består af flere afdelinger. Hver afdeling aflægger separat regnskab og afdelingsberetning. Regnskaberne viser afdelingernes økonomiske udvikling i året samt giver en status ultimo året. I afdelingsberetningerne kommenterer vi afdelingernes resultater i året samt de specifikke forhold, som gælder for den enkelte afdeling.

Foreningen håndterer de administrative opgaver og investeringsopgaven fælles for alle afdelinger inden for de rammer, vi har lagt for afdelingerne. Det er med til at sikre en omkostningseffektiv drift af foreningen. Det hænger også sammen med, at afdelingerne – selvom de investerer i forskellige typer

af værdipapirer og følger forskellige strategier – ofte påvirkes af mange af de samme forhold. Eksempelvis kan udsving i den globale vækst påvirke afkast og risiko i alle afdelinger.

Derfor har vi valgt at beskrive den overordnede markedsudvikling, jf. afsnittet »Investeringsmarkederne i 2014« samt de generelle risici og foreningens risikostyring, jf. afsnittet »Risici samt risikostyring«, i fælles afsnit for alle afdelinger i rapporten. Vi anbefaler, at disse afsnit læses i sammenhæng med de specifikke afdelingsberetninger for samlet set at få et fyldestgørende billede af udviklingen og de særlige forhold og risici, der påvirker de enkelte afdelinger.

Indhold

Læsevejledning	2	PÅTEGNINGER	
Oversigt over afdelinger og tilhørende andelsklasser	4	Ledelsespåtegning	46
Sådan læser du afdelingernes regnskaber	5	Den uafhængige revisors erklæringer	47
FORORD FRA FORMANDEN	6	AFDELINGERNES LEDELSES- BERETNINGER OG ÅRSREGNSKABER	50
FORENINGENS LEDELSESBERETNING		FÆLLES NOTER	
Investeringsforeningen Danske Invest i 2014	8	Anvendt regnskabspraksis	476
Afkast og udbytter	12	Oversigt over udbytternes skattemæssige fordeling	480
Investeringsmarkederne i 2014	20	Foreningens væsentligste aftaler	481
Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015	26	Revisionshonorarer	483
Udsagn om forventninger	29	Direktionshonorarer mv.	483
Politik for samfundsansvar	30	BILAG	
Risici samt risikostyring	32	Finanskalender 2015	484
Omkostninger	38	Valutakoder	484
Fund governance	42	Kreditvurderingsbureauernes rating-skala	484
Bestyrelse og direktion	43	Foreningens benchmark	485
Oversigt over bestyrelsens og direktionens øvrige hverv	44		

LÆS OM DE ENKELTE AFDELINGER OG ANDELSKLASSER

- 50 Afrika - Akkumulerende KL
- 53 • Afrika, klass SEK
- 56 • Afrika, klasse NOK
- 59 • Afrika - Akkumulerende, klasse DKK
- 62 • Afrikka, osuuslaji EUR
- 65 Bioteknologi
- 69 Danmark
- 73 Danmark - Akkumulerende
- 77 Danmark Fokus
- 81 Danmark Indeks
- 85 Danmark Indeks Small Cap
- 89 Dannebrog Mellemlange Obligationer
- 93 Danske Indeksobligationer
- 97 Danske Korte Obligationer
- 101 Danske Lange Obligationer
- 105 Euro High Yield-Obligationer
- 109 Euro High Yield-Obligationer - Akkumulerende KL
- 112 • Euro High Yield Obligasjon, klasse NOK h
- 115 • Euro High Yield-obligationer, klass SEK h
- 118 • Euro High Yield-Obligationer - Akk., klasse DKK h
- 121 Euro Investment Grade-Obligationer
- 125 Europa
- 129 Europa Fokus
- 133 Europa Fokus - Akkumulerende KL
- 137 Europa Højt Udbytte
- 141 Europa Højt Udbytte - Akkumulerende KL
- 145 Europa Indeks
- 149 Europa Indeks BNP
- 153 Europa Small Cap
- 157 Europa Valutasikret - Akkumulerende
- 161 Europæiske Obligationer
- 165 Fjernøsten
- 169 Fjernøsten Indeks
- 173 Fonde
- 177 Global Højt Udbytte
- 181 Global Indeks
- 185 Global Indeks 2
- 189 Global Indeks Valutasikret - Akkumulerende KL
- 193 Global Plus
- 197 Global StockPicking
- 201 Global StockPicking 2
- 205 Global StockPicking - Akkumulerende KL
- 208 • Global StockPicking, klasse NOK
- 211 • Global StockPicking, osuuslaji EUR
- 214 • Global StockPicking - Akk., klasse DKK
- 217 Globale High Yield-Obligationer
- 221 Globale High Yield-Obligationer - Akkumulerende KL
- 224 • Global High Yield Bonds, osuuslaji EUR W h
- 227 • Global High Yield Bonds - Acc., class EUR h
- 230 • Global High Yield Obligasjon, klasse NOK h
- 233 • Globala High Yield-obligationer, klass SEK h
- 236 Globale Lange Indeksobligationer
- 240 Globale Lange Indeksobligationer - Akkumulerende KL
- 243 • Global Realrente Obligasjon, klasse NOK h
- 246 • Globala Realräntor, klass SEK h
- 249 • Globale Lange Indeksobligationer - Akk., kl. DKK h
- 252 • Reaalikorko Maa ilma, osuuslaji EUR h
- 255 Globale Mellemlange Indeksobligationer
- 259 Globale Virksomhedsobligationer
- 263 Horisont Pension 2020 - Akkumulerende KL
- 266 • Horisont Pension 2020, klass SEK
- 269 Horisont Pension 2030 - Akkumulerende KL
- 272 • Horisont Pension 2030, klass SEK
- 275 Horisont Pension 2040 - Akkumulerende KL
- 278 • Horisont Pension 2040, klass SEK
- 281 Horisont Rente Plus - Akkumulerende KL
- 284 • Horisont Rente Pluss, klasse NOK
- 288 • Horisont Rente Pluss, klasse NOK I
- 292 • Horisont Rente Pluss, klasse NOK W
- 296 Japan
- 300 Kina
- 304 KlimaTrends
- 308 Latinamerika
- 312 Latinamerika - Akkumulerende KL
- 315 • Latinamerika, klass SEK
- 318 • Latinamerika, klasse NOK
- 321 Mix - Akkumulerende
- 326 Mix Defensiv - Akkumulerende
- 330 Mix Obligationer
- 334 Mix Obligationer - Akkumulerende
- 338 Mix Offensiv - Akkumulerende
- 343 Mix Offensiv Plus - Akkumulerende
- 347 Norden
- 351 Norden Indeks
- 355 Nordiske Virksomhedsobligationer - Akk. KL
- 358 • NFO, klass SEK Y h
- 359 • Nordisk Kredittobligasjon, klasse NOK h
- 362 • Nordiska Företagsobligationer, klass SEK h
- 365 • Nordiske Virksomhedsobl. - Akk., klasse DKK h
- 368 • Pohjoisen Yrityslainat, osuuslaji EUR h
- 371 Norske Korte Obligationer - Akkumulerende KL
- 374 • Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK
- 377 • Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK I
- 380 Nye Markeder
- 385 Nye Markeder - Akkumulerende KL
- 388 • Global Emerging Markets, klasse NOK
- 392 • Global Emerging Markets, osuuslaji EUR
- 396 • Nye Markeder - Akkumulerende, klasse DKK
- 400 Nye Markeder Obligationer
- 404 Nye Markeder Obligationer - Akkumulerende KL
- 407 • Emerging Markets Debt Hard Currency, osuuslaji EUR W h
- 410 • Emerging Markets Debt Hard Currency - Accumulating, class EUR h
- 413 • Nye Markeder Obligasjon, klasse NOK h
- 416 • Tillväxtmarknadsobligationer, klass SEK h
- 419 Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta
- 424 Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta - Akk., KL
- 427 • Kehittyvät Korkomarkkinat, paikallisvaluutta, osuuslaji EUR
- 431 • Nye Markeder Obl. Lokal Valuta - Akk., klasse DKK
- 435 Nye Markeder Small Cap
- 440 Teknologi
- 444 Tyskland
- 448 Udenlandske Obligationsmarkeder
- 452 USA
- 456 USA - Akkumulerende KL
- 459 • USA, klass SEK
- 462 • USA, klasse NOK
- 465 • USA - Akkumulerende, klasse DKK h
- 468 Østeuropa
- 472 Østeuropa Konvergens

SÅDAN LÆSER DU AFDELINGERNES REGNSKABER

Her gives en kort forklaring på de forskellige dele af afdelingernes regnskaber, som findes fra side 50 til 475 i årsrapporten.

Afdelingens profil

De væsentligste karakteristika ved afdelingen. Læs mere om de enkelte afdelinger på danskeinvest.dk.

Risikoklassifikation

Risikoklassifikation måles med risikoindikatoren fra dokumentet central investoinformation.

Risikoen

Udtrykkes ved et tal mellem 1 og 7, hvor »1« udtrykker laveste risiko og »7« højeste risiko. Kategorien »1« udtrykker ikke en risikofri investering. Afdelingens placering på risikoindikatoren er bestemt af udsvingene i afdelingens regnskabsmæssige indre værdi de seneste fem år og/eller repræsentative data. Store historiske udsving er lig høj risiko og en placering i »6«-»7«. Små udsving er lig med en lavere risiko og en placering i »1«-»2«. Afdelingens placering på skalaen er ikke konstant. Placeringen kan ændre sig med tiden. Risikoindikatoren tager ikke højde for pludseligt indtrufne begivenheder, som eksempelvis devalueringer, politiske indgreb og pludselige udsving i valutaer.

Nøgletal for risiko

Risikonøgletallene udtrykker på forskellig vis afdelingens historiske afkast og risiko og beregnes efter tre års levetid.

Tabel med fordeling

Viser hvordan afdelingens værdipapirbeholdning og likvider var fordelt ultimo 2014. For danske obligationsafdelinger viser vi typisk en fordeling på varigheder, mens vi for udenlandske aktieafdelinger typisk viser en fordeling på lande eller brancher. Fordelingerne opdateres månedligt på danskeinvest.dk.

Kommentar til afkast m.v.

Her kan du læse om afkastet i 2014. Hvad gik godt, og hvad gik mindre godt? Vi kommer også ind på vores forventninger til 2015 og særlige risici knyttet til afdelingen – og vi gør rede for den strategi, afdelingen vil følge.

Resultatopgørelse

Årets indtægter og omkostninger. Indtægterne er typisk renter og aktieudbytter. Kursgevinster og -tab kan være en indtægt eller en omkostning. Det afhænger af, om der har været gevinst eller tab på investeringerne i løbet af året. Handelsomkostningerne er skilt ud i en separat linje. Administrationsomkostninger er omkostninger anvendt til driften af afdelingen. Skat består af udbytteskat og renteskat, som ikke kan refunderes. Nederst ses beløbet, der foreslås udloddet til investorerne.

Udlodningen af udbytte til investorerne opgøres efter retningslinjer i skattelovgivningen. Udbyttet skal godkendes af generalforsamlingen. Den del, der ikke udloddes, lægges oven i investorerens formue og dermed i værdien af investeringsbeviserne.

Balance

Afdelingens aktiver og passiver ultimo 2014. Aktiverne er i al væsentlighed de aktier og/eller obligationer, afdelingen investerer i. Passiverne er primært værdien af de Danske Invest-beviser, investorerne ejer i afdelingen – også kaldet investorerens formue.

Note med nøgletal

De væsentligste nøgletal for afdelingens udvikling. De fleste nøgletal er forklaret i regnskabspraksis og i ordbogen, der findes på danskeinvest.dk.

Note om renter og udbytter

Specificerer hvad årets renter og udbytter består af.

Note om kursgevinster og -tab

Specificerer hvor kursgevinster og -tab stammer fra og viser bruttohandelsomkostningerne, herunder hvilken del der vedrører emissioner og indløsninger.

Note om handelsomkostninger

Under handelsomkostninger føres alle direkte omkostninger i forbindelse med handel med finansielle instrumenter. Omkostninger, der ikke kan opgøres eksakt, eksempelvis fordi de er inkluderet i spread, indregnes i det omfang, de er aftalt med tredjemand. Den del af handelsomkostningerne, som er afholdt i forbindelse med køb og salg af finansielle instrumenter, og som er forårsaget af emission og indløsning, indregnes direkte i »Medlemmernes formue«.

Note om administrationsomkostninger

Specificerer afdelingens administrationsomkostninger for året. Læs mere i afsnittet »Omkostninger«.

Note om rådighedsbeløb til udlodning

Specificerer det beløb, som er til rådighed for udlodning til investorerne for 2014, gjort op efter skattelovgivningens regler.

Når "I alt til rådighed for udlodning, netto" udgør et negativt beløb, overføres dette til modregning i næste års udlodning.

Note om medlemmernes formue

Specificerer hvordan afdelingens formue har udviklet sig i løbet af året. Er cirkulerende kapital højere ultimo end primo 2014, har der netto været efterspørgsel efter beviser i afdelingen. Under formueværdi viser vi bevægelserne gjort op i kursværdier.

Årlige Omkostninger i Procent (ÅOP)

ÅOP samler følgende fire tal i ét nøgletal: Årlige administrationsomkostninger i procent, direkte handelsomkostninger ved løbende drift, maksimalt emissionstillæg og maksimalt indløsningsfradrag. ÅOP kan sammenlignes på tværs af foreninger og inden for de enkelte typer af afdelinger.

Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klasserne

For afdelinger med flere andelsklasser vises noteoplysninger, som er specifikke for de enkelte andelsklasser.

FORORD

Positive afkast over stort set hele linjen

2014 blev et godt år for verdensøkonomien, og ikke siden 2010 har vi oplevet så høj en global vækst. En af årsagerne er, at USA kom stærkt tilbage i vækstsporet med gode nøgletal og mange positive nyheder. Men den flotte globale vækstrate dækker over store regionale forskelle. Europa viste pæne takter i 2013, og der var forventninger om fortsat forbedringer i 2014. Men sådan kom det ikke til at gå: En række dårlige nøgletal samt ikke mindst den politiske krise mellem Rusland og Ukraine satte en stopper for væksten, der dog sidst på året viste små tegn på bedring. Til gengæld fik de nye markeder lidt mere økonomisk medvind, end det var tilfældet året før, om end der også her stadig er udfordringer at kæmpe med. Endelig var den markant faldende oliepris med til at sætte dagsordenen i de sidste måneder af året.

De globale aktiemarkeder steg samlet set 18,39 pct. i 2014, men der var betydelige udsving undervejs. Samtidig satte de store ændringer i valutakurserne deres præg på de regionale

markeder. De amerikanske aktier klarede sig således bedst med et afkast på 28,09 pct. – godt støttet op af den styrkede amerikanske dollar, der steg 13,66 pct. over for den danske krone. De europæiske aktier lå i den anden ende af spektret med et afkast på 6,64 pct., mens danske aktier klarede sig betydeligt bedre end de europæiske med et afkast på 17,22 pct.

De regionale variationer har også sat deres præg på afkastene i Danske Investes aktieafdelinger. Der er overvejende positive afkast at finde over hele linjen, men afdelingerne og andelsklasser med amerikanske aktier lægger sig klart i front. Afdeling USA gav således et afkast på 25,82 pct., mens USA, klasse NOK og USA, klasse SEK gav afkast på hhv. 37,12 og 35,37 pct. Også afdelinger med danske aktier er godt med, og eksempelvis gav Danmark Fokus et afkast på 25,61 pct. Til gengæld gav afdelingerne med europæiske aktier mere beskedne afkast – eksempelvis 5,68 pct. i afde-

»Vi forventer, at 2015 bliver et positivt år for den globale økonomi – men med betydelige forskelle mellem regionerne.«

Jørn Ankær Thomsen,
bestyrelsesformand



ling Europa. Afdeling Østeuropa gav årets laveste afkast, -16,22 pct., hvilket i høj grad må tilskrives urolighederne i Ukraine og sanktionerne over for Rusland.

Årets højeste afkast i Investeringsforeningen Danske Invest finder man i afdeling Bioteknologi, der gav et afkast på hele 67,01 pct. En række positive nyheder – eksempelvis godkendelse af nye præparater – gav fremgang for biotekmarkedet og de selskaber, afdelingen har investeret i.

Obligationsmarkederne klarede sig bedre end forventet i 2014, og blandt andet afdelinger med lange danske obligationer gav pæne afkast. Eksempelvis gav Danske Lange Obligationer 8,56 pct. i afkast.

Vi forventer, at også 2015 bliver et positivt år for den globale økonomi. Men de regionale forskelle, vi har set i 2014, vil også være betydelige fremover.

For 2015 forventer vi lave, men positive afkast på obligationer. Det aktuelle renteniveau er dog meget lavt i historisk perspektiv, og der er derfor risiko for stigende renter, hvis væksten eller inflationen overrasker og bliver højere, end vi skønner. Dette kan betyde, at obligationer giver negativt afkast i 2015. Generelt er det ikke muligt at opnå et højere afkast uden at påtage sig en højere risiko f.eks. i form af statsobligationer fra de nye markeder.

Årsregnskabet og ledelsesberetningen for hver af de 74 afdelinger med 45 tilhørende andelsklasser findes fra side 50 i årsrapporten.

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Jørn Ankær Thomsen'.

Jørn Ankær Thomsen,
Bestyrelsesformand

FORENINGENS LEDELSESBERETNING

Investeringsforeningen Danske Invest i 2014

I Investeringsforeningen Danske Invest fortsætter vi arbejdet med løbende at udvikle og tilpasse foreningens produktpalette i forhold til investorernes behov og interesser. Derfor introducerede vi i 2014 flere investeringsmuligheder, ligesom vi gennemførte en række navneændringer.

Tre nye afdelinger

Den 11. juni 2014 introducerede vi en ny afdeling: Globale Mellemlange Indeksobligationer. Afdelingens målsætning er – som vores øvrige afdelinger med indeksobligationer – at give et afkast, der afspejler det aktuelle inflationsniveau og dermed give investorerne en beskyttelse mod, at investeringen bliver udhulet af inflation. Baggrunden for etableringen af afdelingen er blandt andet, at en del kunder har ønsket et alternativ med kortere varighed end den allerede eksisterende afdeling med lange indeksobligationer.

Den 26. juni 2014 blev den eneste afdeling i Specialforeningen Danske Invest, nemlig afdeling Indeksobligationer, overflyttet til foreningen. I samme forbindelse skiftede afdelingen navn til Danske Indeksobligationer. Afdelingen investerer – som navnet angiver – i danske indeksobligationer. Afdelingen er pga. skatteforhold lukket for emission.

Sidst på året, den 17. november, introducerede vi afdeling Global Højt Udbytte. Afdelingen er en global pendant til den allerede eksisterende afdeling Europa Højt Udbytte. Investeringsuniverset i den nye afdeling er i sagens natur større, da den investerer globalt i aktier, men halvdelen af de cirka 40 investeringer i afdelingen vil være gengangere fra afdeling Europa Højt Udbytte.

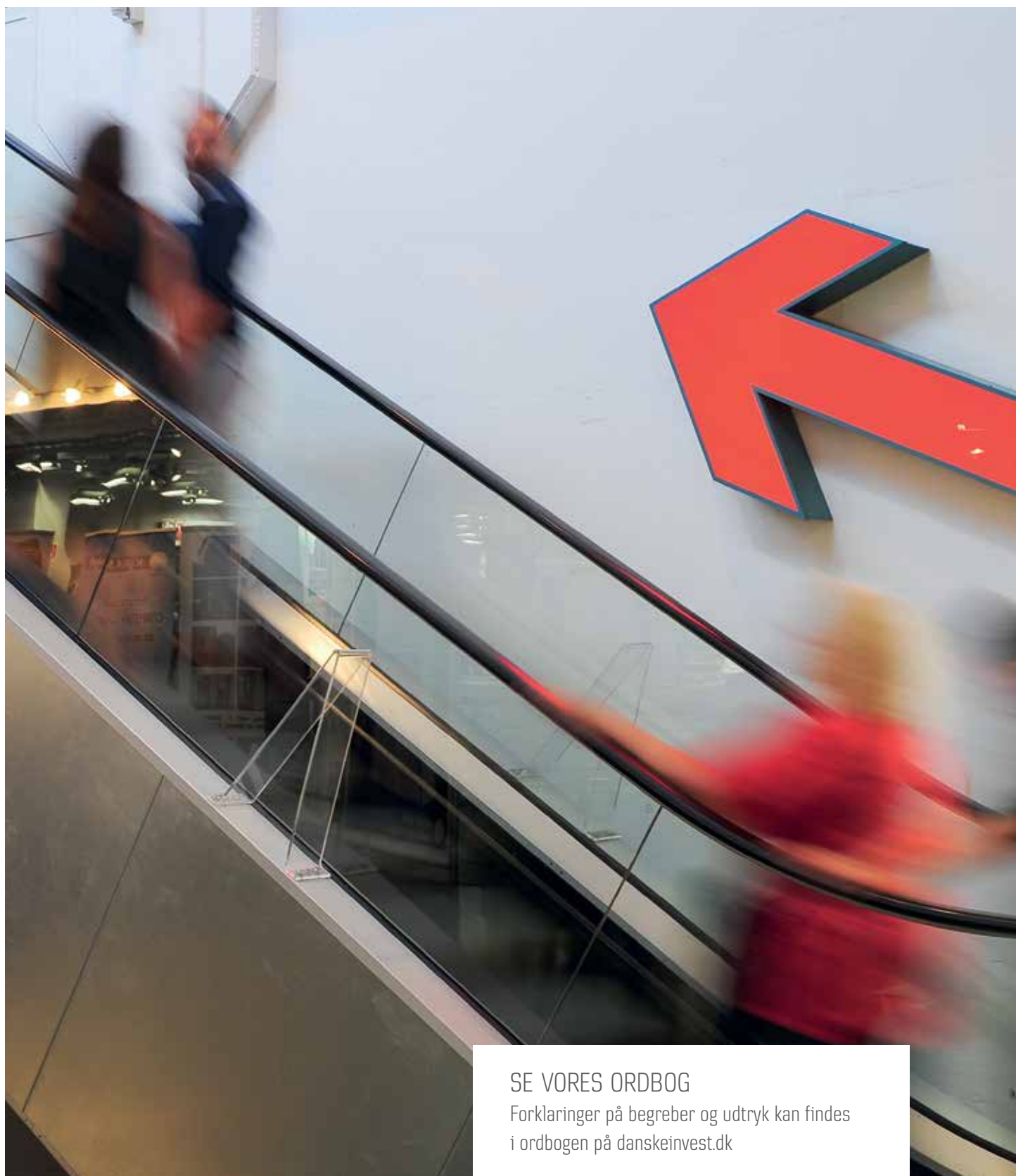
Nye andelsklasser

En række af vores afdelinger udbydes i andelsklasser i forskellige valutaer. Andelsklasserne er målrettet handel på specifikke geografiske markeder og udbydes i valuta rettet mod det pågældende marked.

Andelsklasser, som udbydes i svenske kroner, er målrettet det svenske marked, andelsklasser udstedt i euro er rettet mod især Finland, andelsklasser, som udbydes i norske kroner, er målrettet det norske marked, mens andelsklasser udbudt i danske kroner selvsagt er målrettet det danske marked.

I 2014 har vi introduceret en række nye andelsklasser under allerede eksisterende afdelinger. I skemaet neden for viser vi de nye andelsklasser.

ANDELSKLASSE	DATO FOR INTRODUKTION	MODERAFDELING	RETTET MOD
Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta, - Akkumulerende klasse DKK	8. april	Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta - Akkumulerende KL	Danmark
Emerging Markets Debt Hard Currency, osuuslaji EUR W h	22. maj	Nye Markeder Obligationer - Akkumulerende KL,	Finland
Global High Yield Bonds, osuuslaji EUR W h	22. maj	Globale High Yield-Obligationer - Akkumulerende KL	Finland
Global Emerging Markets, klasse NOK	13. juni	Nye Markeder - Akkumulerende KL,	Norge
Global StockPicking, klasse NOK	13. juni	Global StockPicking - Akkumulerende KL	Norge
Global Emerging Markets, osuuslaji EUR	27. august	Nye Markeder - Akkumulerende KL	Finland



SE VORES ORDBOG

Forklaringer på begreber og udtryk kan findes i ordbogen på danskeinvest.dk

Den 19. november blev andelsklassen NFO, klass SEK Yh i afdeling Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL lukket, idet samtlige investeringsbeviser i andelsklassen blev indløst.

Læs mere om alle vores afdelinger og andelsklasser samt deres investeringsunivers på danskeinvest.com og under beretningen for hver enkelt afdeling bagest i denne rapport.

Produktændringer

Navneændringer

På forårets generalforsamling blev der vedtaget en række navneændringer, som fremgår af skemaet nedenfor. Baggrunden for navneændringen, hvor der tilføjes et »Lange« foran »Indeksobligationer«, er, at afdelingernes navne skal tydeliggøre forskellen mellem dem og den nye afdeling Globale Mellemlange Indeksobligationer.

TIDLIGERE NAVN	NYT NAVN
Globale Indeksobligationer	Globale Lange Indeksobligationer
Globale Indeksobligationer – Akkumulerende KL	Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende KL
Globale Indeksobligationer – Akkumulerende klasse DKK h	Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende klasse DKK h

Navneændringerne er gennemført pr. 1. juli 2014.

Desuden ændrede afdeling Nye Markeder – Akkumulerende KL navn til Nye Markeder – Akkumulerende, klasse DKK i forbindelse med tidligere omtalte introduktion af hhv. en norsk og en finsk andelsklasse under afdelingen.

Justering af strategier mv.

På forårets generalforsamlinger blev det besluttet at ændre vedtægternes investeringsrammer for afdeling Horisont Rente Plus – Akkumulerende KL, så aktier maksimalt kan udgøre 5 pct. af afdelingens formue mod hidtil 10 pct. Ændringen trådte i kraft pr 1. juli 2014.

På samme generalforsamling blev det vedtaget at ændre vedtægternes omtale af afdeling Østeuropa, således at investering i Tyrkiet kan ske på lige fod med investering i de lande, der traditionelt betragtes som Østeuropa. Ændringen trådte i kraft medio juni 2014.

Fra den 6. oktober ændrede de fleste europæiske obligations- og aktiemarkeder handelskutyme, således at antallet af valørdage blev reduceret fra 3 til 2 hverdage. De danske investeringsforeninger, herunder Danske Invest-foreningerne, valgte samtidigt at følge denne handelskutyme for alle afdelinger og andelsklasser udstedt i danske kroner.

Tilpasning af omkostningsstruktur

Pr. 1. februar 2014 blev der taget yderligere et skridt i arbejdet med at tilpasse omkostningsstrukturen til de forhold, der gælder i udlandet. Fra denne dato har alle omkostninger til den enkelte afdelings normale, løbende drift været indeholdt i to honorarer: Et managementhonorar og et administrationshonorar.

Managementhonoraret dækker porteføljeforvaltning/-rådgivning ydet af danske og udenlandske samarbejdspartner på investeringsområdet samt formidling af andele gennem Danske Bank og andre distributører i ind- og udland.

Administrationshonoraret dækker alle øvrige løbende drifts-omkostninger, eksempelvis opbevaring af afdelingernes værdipapirer, markedsføringsaktiviteter, bogføring, daglig beregning af indre værdi, revision, bestyrelse og eventuelle børsnoteringsomkostninger.

Handelsomkostninger vedrørende afdelingernes værdipapirer og omkostninger i forbindelse med emission af andele er ikke indeholdt i de to honorarer, men bliver som hidtil betalt separat af den enkelte afdeling. Det samme gælder omkostninger til eventuelle nye opgaver af væsentlig karakter pålagt af offentlige myndigheder, generalforsamlingen eller foreningens bestyrelse.

Ændringen påvirker ikke den samlede omkostning for den enkelte afdeling, men er alene en forenkling for at skabe bedre overblik over en afdelings samlede løbende omkostninger.

De samlede administrationsomkostninger fremgår af dokumentet central investorinformation (her kaldet »løbende administrationsomkostninger«), som findes på hjemmesiden danskeinvest.dk, ligesom oplysninger om de årlige omkostninger i procent (ÅOP) findes samme sted.

Alle afkast er angivet i danske kroner med mindre andet er angivet

5 ÅRS NØGLETAL					
	2010	2011	2012	2013	2014
Formue ultimo året (mio. kr.)	103.554	96.087	131.994	134.136	146.879
Netto udstedte andele i løbet af året (kursværdi)	2.787	+2.191	7.894	2.102	5.922
Samlet regnskabsmæssig indtjening (mio. kr.)	11.718	+2.881	15.201	5.527	10.183
Samlede udbytter for året (mio. kr.)	3.900	2.863	5.641	3.520	3.340
Antal afdelinger ultimo året	65	61	64	71	74

Nyt medlem af bestyrelsen

På forårets generalforsamling foreslog bestyrelsen at udvide bestyrelsen med advokat Bo Holse. Med baggrund i Bo Holses erfaring med arbejde for adskillige finansielle institutioner vil han blandt andet kunne bidrage i relation til vurdering og drøftelser af finansielle og juridiske forhold. Bo Holse er advokat og har blandt andet været ekstern lektor i kapitalmarkedsret ved Aarhus Universitet og underviser i finansieringsret på Handelshøjskolen i Aarhus.

Forslaget blev vedtaget, hvorfor Bo Holse er indtrådt i bestyrelsen.

Videnressourcer

Foreningen bliver administreret af Danske Invest Management A/S. En række af administrationsselskabets opgaver bliver udført af Danske Capital, division af Danske Bank. Dette gælder blandt andet for porteføljerådgivning samt opgaver inden for produktudvikling, kommunikation, markedsføring, salgssupport og regnskab. Administrationsselskabet samarbejder desuden direkte og indirekte med en række forskellige distributører og porteføljeformidlere. Det endelige ansvar for opgaver, som udføres af samarbejdspartnerne, ligger hos Danske Invest Management A/S.

Tilbagesøgning af udbytteskat

Foreningen har gennem nogle år arbejdet med at tilbagesøge udbytteskatten, som visse lande tilbageholder, når der udbetales udbytte fra selskaber hjemmehørende i de pågældende

lande. Det har ført til positivt resultat i Norge, Polen, Finland, Frankrig, Sverige og Spanien. Herudover arbejdes der på at tilbagesøge udbytteskat fra Holland, Belgien og Tyskland, men det er endnu ikke afklaret, om og i hvilket omfang der kommer udbytteskat tilbage fra disse lande.

Den tilbageførte udbytteskat fra Finland, Frankrig og Spanien har øget afdelingernes afkast samt øget omkostningerne i de pågældende afdelinger, men som anført ovenfor har det netto bidraget til at øge afdelingernes afkast. Afdelingernes investeringer i Norge, Polen og Sverige samt Frankrig er fra og med 2. kvartal 2014 blevet beskattet med 0 pct., da der således ikke længere tilbageholdes udbytteskat fra disse lande. De enkelte afdelingsberetninger bagerst i rapporten beskriver nærmere, hvordan den tilbageførte udbytteskat i væsentlig grad har påvirket afkastet. Af skemaet på side 40-41 fremgår omkostningssatserne for hver afdeling samt hvilke afdelinger, der er påvirket af den tilbageførte udbytteskat.

Formueudvikling

Formuen i Investeringsforeningen Danske Invest steg fra 134.136 mio. kroner ultimo 2013 til 146.879 mio. kroner ultimo 2014. Der blev netto solgt beviser i foreningen for 5.922 mio. kroner, årets resultat blev 10.183 mio. kroner, og der blev i 2014 udbetalt udbytter for 3.362 mio. kroner.

Foreningen er en del af Danske Invest-gruppen, der samlet pr. 31. december 2014 forvaltede en formue på 396,2 mia. kroner. Danske Invest-gruppen er defineret som de foreninger, der har den samme bestyrelse som Investeringsforeningen Danske Invest.

FORENINGENS LEDELSESBERETNING

Afkast og udbytter

I 2014 varierede afdelingernes afkast fra 67,01 pct. i afdeling Bioteknologi til ÷ 16,22 pct. i afdeling Østeuropa.

Årets samlede regnskabsmæssige resultat blev 10.183 mio. kroner.

Obligationsafdelingerne

Obligationsmarkederne oplevede generelt faldende renter, og hovedparten af obligationsafdelingerne leverede positive afkast i 2014, men nogle få gav dog et negativt afkast.

Globale indeksobligationer gav flotte positive afkast i 2014. Den norske klasse Global Realrente Obligasjon, klasse NOK h under afdelingen Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende KL var den afdeling, der klarede sig bedst på obligationsmarkederne. Den gav et afkast på 11,68 pct. De øvrige klasser under denne afdeling lå ligeledes i toppen af obligationsafdelingerne med afkast fra 9,03 pct. til 10,21 pct. Forskellen på afkastene klasserne imellem skyldes, at klasserne valutaafdækkes mod deres udstedelsesvaluta.

Efterspørgslen efter virksomhedsobligationer er stadig stor, og afdelinger med denne type afkast gav generelt pæne afkast. Dog gav afdelingerne med globale virksomhedsobligationer overvejende negative afkast, og det er således også her, man finder det laveste afkast blandt afdelinger og klasser med obligationer: Den finske klasse Global High Yield Bonds, ossiislaji EUR W h-DI under afdeling Globale High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL gav et afkast på ÷ 3,68 pct. Det skyldes primært afdelingens investeringer i obligationer i energisektoren, der klarede sig dårligt pga. den faldende oliepris.

Afdelinger med danske obligationer gav generelt pæne afkast: Dannebrog Mellemlange Obligationer gav et afkast på 6,05 pct., mens Danske Lange Obligationer leverede et af-

kast på 8,56 pct. Obligationer med kort varighed gav et noget lavere afkast. Således gav afdeling Danske Korte Obligationer et afkast på 1,87 pct.

Aktieafdelingerne

Det globale aktiemarked gav et afkast på 18,39 pct. i 2014, men der er store forskelle regionerne imellem.

Blandt de større markeder er de amerikanske aktier i front med et afkast på 28,09 pct. målt i danske kroner. Her spiller det dog ind, at dollaren blev styrket 13,66 pct. overfor den danske krone. Afdelingerne med amerikanske aktier gav således også pæne afkast: Afdeling USA gav et afkast på 25,82 pct., mens den svenske og den norske klasse med amerikanske aktier, USA, klass SEK og USA, klasse NOK, gav afkast på hhv. 35,37 pct. og 37,12 pct. Den danske klasse, USA – Akkumulerende, klasse DKK h, gav et mere beskedent afkast på 11,08 pct. Forskellen skyldes, at andelsklassen er valutaafdækket, og man således ikke fik gavn af styrkelsen af dollaren.

De europæiske aktier kunne ikke følge med. Det skyldtes ikke mindst konflikten i Ukraine, hvilket især har sat sit præg på afdeling Østeuropa, der gav et negativt afkast på 16,22 pct., der samtidig er det laveste afkast blandt aktieafdelingerne.

De danske aktier gav gode afkast i 2014 – også bedre end det europæiske aktiemarked. Således gav afdeling Danmark 23,78 pct. i afkast og afdeling Danmark Fokus 25,61 pct.

Årets højeste afkast gav afdeling Bioteknologi med hele 67,01 pct. Markedet for bioteknologi havde et rigtig godt 2014, hvor positive nyheder som eksempelvis nye produkter og godkendelse af præparater har præget udviklingen, hvilket afspejler sig i det høje afkast.



ANDELSKLASSER

Andelsklasser tager udgangspunkt i en given afdelings værdipapirportefølje, men varierer på visse nærmere angivne områder. Det giver f.eks. mulighed for at sælge en afdelings andelsklasser på forskellige geografiske markeder, således at de tager udgangspunkt i samme værdipapirportefølje, men hvor der sker tilpasning af andre forhold til de lokale ønsker, eksempelvis udstedelsesvaluta.

Udbytte

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der for 2014 udbetales udbytter for 3.340 mio. kroner mod 3.520 mio. kroner for 2013. Udbytte bliver beregnet i henhold til reglerne i skattelovgivningen og skal godkendes på generalforsamlingen den 21. april 2015.

I obligationsafdelingerne forventes det højeste udbytte at blive udbetalt i afdelingen Danske Indeksobligationer, hvor der er foreslået et udbytte på 14,30 pct. Afdeling Dannebrog Mellemlange Obligationer forventes at udbetale et udbytte på 4,10 pct., hvoraf der tidligere er udbetalt et acontoudbytte på 1,00 pct. Det laveste udbytte findes i afdeling Nye Markeder Obligationer, der udbetaler et udbytte på 0,20 pct. En række af obligationsafdelingerne udbetaler ikke udbytte.

Der udbetales begrænset skattefrit udbytte i de danske obligationsafdelinger. Forklaringen er, at skattereglerne blev ændret i 2010, hvorved alle kursgevinster på obligationer købt efter 27. januar 2010 blev skattepligtige, når det gælder fri opsparing.

En konsekvens af lovændringen er, at der fremover som udgangspunkt ikke længere udbetales skattefrit udbytte i obligationsafdelinger, bortset fra resterende gevinster fra beholdningen af danske obligationer købt før 27. januar 2010.

Aktieafdelingernes forventede udbytter varierer fra 62,10 pct. i afdeling Bioteknologi til 3,60 pct. i afdeling Global Indeks 2. En række af aktieafdelingerne udbetaler ikke udbytte.

Ændrede regler påvirker udbyttebetalingen

Ændringer i skattereglerne fra 2013 betyder fortsat, at der bliver mindre – eller i nogle tilfælde – intet at udbetale som udbytte. Den mere skattetekniske baggrund er, at en afdelings fremførbare tab fra tidligere år nu trækkes fra i afdelingens udlovningspligtige indtægter, herunder udbytter.

De ændrede skatteregler påvirker ikke den enkelte afdelings samlede afkast, men kun afkastets fordeling på udbytte og kursgevinster/-tab.

Vurdering af afdelingernes resultater

Danske Invest har en klar målsætning om at tilbyde investorerne konkurrencedygtige afkast både i forhold til markedsudviklingen og i forhold til konkurrenter. Afdelingernes afkast vurderes derfor med udgangspunkt i både resultatet i forhold til afdelingens benchmark samt i forhold til afkastet på konkurrerende afdelinger fra hele Europa.

Indeksbaserede afdelinger vurderes kun i forhold til benchmark, idet investeringerne alene er sammensat med henblik på at følge udviklingen i det valgte benchmark.

For afdelinger uden benchmark sammenlignes med relevant markedsudvikling inden for samme investeringsområde.

Afdelingernes historiske afkast

AFDELING/ANDELSKLASSE	AFDELING/ANDELSKLASSE		AFDELING/ANDELSKLASSE		
	3 år	5 år	3 år	5 år	
Afrika - Akkumulerende, klasse DKK	4,80	-	Global High Yield Bonds - Accumulating, class EUR h	7,04	-
Bioteknologi	48,62	32,19	Globale Lange Indeksobligationer	2,15	4,62
Danmark	29,38	16,10	Globala Realräntor, klass SEK h	3,46	-
Danmark - Akkumulerende	29,29	15,95	Globale Lange Indeksobligationer - Akk., klasse DKK h	2,15	4,64
Danmark Fokus	31,24	17,01	Reaalikorko Maaailma, osuuslaji EUR h	2,55	-
Danmark Indeks	25,81	14,33	Globale Virksomhedsobligationer	9,73	6,98
Danmark Indeks Small Cap	17,33	10,39	Japan	11,66	8,22
Dannebrog Mellemlange Obligationer	3,84	4,42	Kina	13,57	7,36
Danske Indeksobligationer	2,09	4,74	KlimaTrends	14,18	8,20
Danske Korte Obligationer	2,21	2,57	Latinamerika	-0,47	2,41
Danske Lange Obligationer	5,13	6,18	Latinamerika, klass SEK	0,67	-
Euro High Yield-Obligationer - Akk., klasse DKK h	13,91	-	Mix - Akkumulerende	6,83	4,93
Euro Investment Grade-Obligationer	9,28	6,72	Mix Defensiv - Akkumulerende	4,62	-
Europa	14,76	9,25	Mix Obligationer - Akkumulerende	1,51	1,79
Europa Fokus	12,54	6,05	Mix Offensiv - Akkumulerende	9,62	-
Europa Fokus - Akkumulerende KL	12,07	-	Mix Offensiv Plus - Akkumulerende	11,28	-
Europa Højt Udbytte	14,19	8,52	Norden	14,47	10,66
Europa Højt Udbytte - Akkumulerende KL	13,85	8,32	Norden Indeks	18,72	13,37
Europa Indeks	14,87	8,87	Nye Markeder	6,64	8,74
Europa Indeks BNP	15,99	7,43	Nye Markeder - Akkumulerende, klasse DKK	6,76	8,85
Europa Small Cap	18,09	13,11	Nye Markeder Obligationer	6,31	8,01
Europa Valutasikret - Akkumulerende	13,44	7,34	Emerging Markets Debt Hard Currency - Acc. class EUR h	6,98	-
Europæiske Obligationer	7,82	6,61	Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta	1,00	4,00
Fjernøsten	11,56	11,35	Nye Markeder Small Cap	12,63	14,76
Fjernøsten Indeks	11,67	8,69	Teknologi	23,92	18,89
Fonde	2,50	3,12	Tyskland	21,89	16,38
Global Indeks	17,96	13,54	Udenlandske Obligationermarkeder	7,96	6,28
Global Indeks 2	18,08	13,70	USA	20,25	17,04
Global Indeks Valutasikret - Akkumulerende KL	16,88	10,21	USA, klass SEK	22,57	-
Global Plus	15,45	12,52	USA - Akkumulerende, klasse DKK h	16,76	12,36
Global StockPicking	15,06	11,02	Østeuropa	0,26	0,15
Global StockPicking 2	15,22	12,22	Østeuropa Konvergens	10,21	3,04
Global StockPicking - Akkumulerende, klasse DKK	15,00	12,09			
Globale High Yield-Obligationer	7,01	7,33			

Skemaet ovenfor viser afkast på 3 og 5 års sigt. Kolonnen »5 år« måler derfor femåret 2010-2014. Afdelinger, der ikke har eksisteret mindst 3 år, er ikke med i oversigten. Udbetalte udbytter er indregnet og forudsat geninvesteret i afdelingen på udbetalingstidspunktet.

Afkast for 2014

AFDELING/ANDELSKLASSE		AFDELING/ANDELSKLASSE			
	Afdelingens afkast, (%)	Benchmark afkast, (%)	Afdelingens afkast, (%)	Benchmark afkast, (%)	
Afrika - Akkumulerende KL	-	-	Global Plus	15,88	18,39
Afrika, klass SEK	10,93	-	Global StockPicking	15,75	18,39
Afrika, klasse NOK	12,65	-	Global StockPicking 2	15,97	18,39
Afrika - Akkumulerende, klasse DKK	3,76	-	Global StockPicking - Akkumulerende KL		
Afrika, osuuslaji EUR	4,09	-	Global StockPicking, klasse NOK *)	21,15	23,97
Bioteknologi	67,01	67,73	Global StockPicking, osuuslaji EUR	15,92	18,61
Danmark	23,78	17,22	Global StockPicking - Akk., klasse DKK	15,82	18,39
Danmark - Akkumulerende	23,76	17,22	Globale High Yield-Obligationer	÷0,16	2,22
Danmark Fokus	25,61	17,22	Globale High Yield-Obligationer - Akk. KL		
Danmark Indeks	16,41	17,22	Global High Yield Bonds, osuuslaji EUR W h *)	÷3,68	÷1,57
Danmark Indeks Small Cap	4,99	6,03	Global High Yield Bonds - Acc., class EUR h	÷0,29	2,40
Dannebrog Mellemlange Obligationer	6,05	6,32	Global High Yield Obligasjon, klasse NOK h	1,09	3,72
Danske Indeksobligationer	4,87	6,14	Global High Yield-obligationer, klass SEK h	÷0,10	2,83
Danske Korte Obligationer	1,87	2,55	Globale Lange Indeksobligationer	9,02	8,81
Danske Lange Obligationer	8,56	9,51	Globale Lange Indeksobligationer - Akk. KL		
Euro High Yield-Obligationer	5,66	5,49	Global Realrente Obligasjon, klasse NOK h	11,68	10,58
Euro High Yield-Obl. - Akkumulerende KL			Global Realrente, klass SEK h	9,97	9,54
Euro High Yield Obligasjon, klasse NOK h	6,64	7,13	Global Lange Indeksobl. - Akk., kl. DKK h	9,03	8,81
Euro High Yield-obligationer, klass SEK h	5,21	6,14	Reaalikorko Maailma, osuuslaji EUR h	10,21	9,00
Euro High Yield-Obl. - Akk., klasse DKK h	5,04	5,49	Globale Mellemlange Indeksobligationer *)	÷0,48	÷0,65
Euro Investment Grade-Obligationer	8,33	8,24	Globale Virksomhedsobligationer	8,25	8,24
Europa	5,68	6,64	Horisont Pension 2020 - Akkumulerende KL		
Europa Fokus	÷2,08	6,64	Horisont Pension 2020, klass SEK	11,76	14,21
Europa Fokus - Akkumulerende KL	÷2,25	6,64	Horisont Pension 2030 - Akkumulerende KL		
Europa Højt Udbytte	9,57	6,64	Horisont Pension 2030, klass SEK	14,79	18,54
Europa Højt Udbytte - Akkumulerende KL	9,53	6,64	Horisont Pension 2040 - Akkumulerende KL		
Europa Indeks	6,79	6,64	Horisont Pension 2040, klass SEK	14,79	18,54
Europa Indeks BNP	5,27	4,40	Horisont Rente Plus - Akkumulerende KL		
Europa Small Cap	1,76	6,27	Horisont Rente Pluss, klasse NOK	4,82	4,75
Europa Valutasikret - Akkumulerende	3,29	4,27	Horisont Rente Pluss, klasse NOK I	5,00	4,75
Europæiske Obligationer	10,02	10,91	Horisont Rente Pluss, klasse NOK W	4,99	4,75
Fjernøsten	20,52	19,12	Japan	9,43	9,09
Fjernøsten Indeks	18,48	19,12	Kina	20,68	22,71
Fonde	2,70	-	KlimaTrends	7,20	19,27
Global Højt Udbytte *)	1,49	1,00	Latinamerika	÷3,77	÷0,32
Global Indeks	18,99	19,27	Latinamerika - Akkumulerende KL		
Global Indeks 2	19,00	19,27	Latinamerika, klass SEK	1,03	6,90
Global Indeks Valutasikret - Akkumulerende KL	9,29	9,29	Latinamerika, klasse NOK	2,47	8,38

Afkast for 2014 (fortsat)

AFDELING/ANDELSKLASSE		AFDELING/ANDELSKLASSE		AFDELING/ANDELSKLASSE	
	Afdelingens afkast, (%)	Benchmark afkast, (%)		Afdelingens afkast, (%)	Benchmark afkast, (%)
Mix - Akkumulerende	5,40	-	Nye Markeder Obligationer - Akkumulerende KL		
Mix Defensiv - Akkumulerende	3,19	-	Emerging Markets Debt Hard Currency, osuuslaji EUR W h ^{*)}	÷0,42	0,07
Mix Obligationer	3,22	-	Emerging Markets Debt Hard Currency - Accumulating, class EUR h	6,01	7,09
Mix Obligationer - Akkumulerende	3,27	-	Nye Markeder Obligasjon, klasse NOK h	7,49	8,34
Mix Offensiv - Akkumulerende	7,33	-	Tilvækstmarknadsobligationer, klass SEK h	6,70	7,59
Mix Offensiv Plus - Akkumulerende	8,67	-	Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta	2,81	2,95
Norden	10,02	9,52	Nye Markeder Obl. Lokal Valuta - Akk., KL		
Norden Indeks	9,99	9,52	Kehittyvät Korkomarkkinat, paikallis-valuutta, osuuslaji EUR	3,04	3,14
Nordiske Virksomhedsobligationer - Akk. KL			Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta - Akk., klasse DKK ^{**)}	÷0,52	0,37
Nordisk Kredittobligasjon, klasse NOK h	4,92	8,09	Nye Markeder Small Cap	13,60	14,81
Nordiska Företagsobligationer, klass SEK h	3,98	7,05	Teknologi	27,15	31,03
Nordiske Virksomhedsobl. - Akk., klasse DKK h	3,33	6,38	Tyskland	5,88	3,37
Pohjoisen Yrityslainat, osuuslaji EUR h	3,44	6,57	Udenlandske Obligationsmarkeder	5,35	-
Norske Korte Obligationer - Akkumulerende KL			USA	25,82	28,09
Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK	3,85	1,33	USA - Akkumulerende KL		
Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK I	4,13	1,33	USA, klass SEK	35,37	37,36
Nye Markeder	10,36	11,18	USA, klasse NOK	37,12	39,27
Nye Markeder - Akkumulerende KL			USA - Akkumulerende, klasse DKK h	11,08	12,23
Global Emerging Markets, klasse NOK ^{*)}	11,65	15,18	Østeuropa	÷16,22	÷19,89
Global Emerging Markets, osuuslaji EUR ^{*)}	÷4,43	÷3,49	Østeuropa Konvergens	1,18	2,53
Nye Markeder - Akkumulerende, klasse DKK	10,65	11,18			
Nye Markeder Obligationer	5,48	6,91			

Afdelingernes afkast er beregnet, efter at omkostningerne er trukket fra, men er inkl. udbytter udbetalt i 2014.

^{*)} Intet relevant mål for markedsafkastet.

^{**)} Siden introduktionen i 2014.

Afdelingernes investeringsområde og benchmark fremgår af årsregnskaberne. Benchmarkudvikling viser det markedsindeks, som afdelingens afkast sammenlignes med. Udviklingen i benchmark er beregnet uden omkostninger.

Udbytter for 2014

AFDELING					
	A conto- udbytte (pct. pr. bevis)	Rest- udbytte (pct. pr. bevis)		A conto- udbytte (pct. pr. bevis)	Rest- udbytte (pct. pr. bevis)
Bioteknologi	-	62,10	Global Plus	-	0,00
Danmark	-	29,10	Global StockPicking	-	0,00
Danmark Fokus	-	21,60	Global StockPicking 2	-	0,00
Danmark Indeks	-	21,70	Globale High Yield-Obligationer	-	0,00
Danmark Indeks Small Cap	-	0,00	Globale Lange Indeksobligationer	-	0,00
Dannebrog Mellemlange Obligationer	1,00	3,10	Globale Mellemlange Indeksobligationer	-	0,00
Danske Indeksobligationer	-	14,30	Globale Virksomhedsobligationer	-	9,10
Danske Korte Obligationer	-	2,00	Japan	-	0,00
Danske Lange Obligationer	1,30	5,40	Kina	-	12,90
Euro High Yield-Obligationer	-	9,90	KlimaTrends	-	14,10
Euro Investment Grade-Obligationer	-	8,50	Latinamerika	-	0,00
Europa	-	0,00	Mix Obligationer	-	2,30
Europa Fokus	-	0,00	Norden	-	16,10
Europa Højt Udbytte	-	7,90	Norden Indeks	-	8,60
Europa Indeks	-	0,00	Nye Markeder	-	28,90
Europa Indeks BNP	-	0,00	Nye Markeder Obligationer	-	0,20
Europa Small Cap	-	0,00	Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta	-	0,00
Europæiske Obligationer	-	6,90	Nye Markeder Small Cap	-	6,30
Fjernøsten	-	27,50	Teknologi	-	0,00
Fjernøsten Indeks	-	4,40	Tyskland	-	4,90
Fonde	1,10	1,40	Udenlandske Obligationsmarkeder	-	5,80
Global Højt Udbytte	-	0,00	USA	-	4,20
Global Indeks	-	0,00	Østeuropa	-	0,00
Global Indeks 2	-	3,60	Østeuropa Konvergens	-	0,00

A conto-udbytterne blev udbetalt i efteråret 2014. Restudbytterne udbetales ligesom udbytterne fra de øvrige afdelinger den 24. april 2015, når udbytterne er godkendt på generalforsamlingen. I skemaet bagest i årsrapporten viser vi, hvordan udbytterne beskattes.

Afkastene frem til 11. marts 2015

AFDELING/ANDELSKLASSE		AFDELING/ANDELSKLASSE	
	Pct.		Pct.
Afrika - Akkumulerende KL		Euro Investment Grade-Obligationer	2,02
Afrika, klass SEK	5,02	Europa	15,78
Afrika, klasse NOK	3,91	Europa Fokus	16,41
Afrika - Akkumulerende, klasse DKK	8,76	Europa Fokus - Akkumulerende KL	16,39
Afrikka, osuuslaji EUR	8,85	Europa Højt Udbytte	13,04
Bioteknologi	29,49	Europa Højt Udbytte - Akkumulerende KL	13,06
Danmark	17,61	Europa Indeks	13,76
Danmark - Akkumulerende	17,84	Europa Indeks BNP	14,39
Danmark Fokus	19,94	Europa Small Cap	11,80
Danmark Indeks	15,42	Europa Valutasikret - Akkumulerende	9,82
Danmark Indeks Small Cap	14,82	Europæiske Obligationer	2,90
Dannebrog Mellemlange Obligationer	1,57	Fjernøsten	15,51
Danske Indeksobligationer	3,99	Fjernøsten Indeks	14,77
Danske Korte Obligationer	0,39	Fonde	0,28
Danske Lange Obligationer	2,79	Global Højt Udbytte **1)	11,02
Euro High Yield-Obligationer	3,43	Global Indeks	13,44
Euro High Yield-Obligationer - Akkumulerende KL		Global Indeks 2	13,30
Euro High Yield Obligasjon, klasse NOK h	3,62	Global Indeks Valutasikret - Akkumulerende KL	2,37
Euro High Yield-obligationer, klass SEK h	3,43	Global Plus	16,06
Euro High Yield-Obligationer - Akk., klasse DKK h	3,40	Global StockPicking	16,26

Afkastene frem til 11. marts 2015 (fortsat)

AFDELING/ANDELSKLASSE	Pct.	AFDELING/ANDELSKLASSE	Pct.
Global StockPicking 2	16,16	Mix Obligationer - Akkumulerende	0,71
Global StockPicking - Akkumulerende KL		Mix Offensiv - Akkumulerende	8,05
Global StockPicking, klasse NOK ¹⁾	10,95	Mix Offensiv Plus - Akkumulerende	9,66
Global StockPicking, osuuslaji EUR	16,11	Norden	14,83
Global StockPicking - Akkumulerende, klasse DKK	16,16	Norden Indeks	15,70
Globale High Yield-Obligationer	1,96	Nordiske Virksomhedsobligationer - Akkumulerende KL	
Globale High Yield-Obligationer - Akkumulerende KL		Nordisk Kredittobligasjon, klasse NOK h	1,87
Global High Yield Bonds, osuuslaji EUR W h ¹⁾	1,82	Nordiska Företagsobligationer, klass SEK h	1,67
Global High Yield Bonds - Accumulating, class EUR h	1,81	Nordiske Virksomhedsobl. - Akk., klasse DKK h	1,68
Global High Yield Obligasjon, klasse NOK h	1,96	Pohjoisen Yrityslainat, osuuslaji EUR h	1,73
Globala High Yield-obligationer, klass SEK h	1,80	Norske Korte Obligationer - Akkumulerende KL	
Globale Lange Indeksobligationer	±0,32	Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK	0,46
Globale Lange Indeksobligationer - Akkumulerende KL		Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK I	0,51
Global Realrente Obligasjon, klasse NOK h	±0,04	Nye Markeder	13,03
Globala Realräntor, klass SEK h	±0,30	Nye Markeder - Akkumulerende KL	
Globala Lange Indeksobl. - Akkumulerende, kl. DKK h	±0,36	Global Emerging Markets, klasse NOK ¹⁾	8,33
Reaalikorke Maailma, osuuslaji EUR h	±0,26	Global Emerging Markets, osuuslaji EUR ¹⁾	12,80
Globale Mellemlange Indeksobligationer ¹⁾	0,23	Nye Markeder - Akkumulerende, klasse DKK	13,10
Globale Virksomhedsobligationer	2,07	Nye Markeder Obligationer	1,52
Horisont Pension 2020 - Akkumulerende KL		Nye Markeder Obligationer - Akkumulerende KL	
Horisont Pension 2020, klass SEK	5,80	Emerging Markets Debt Hard Curr., osuuslaji EUR W h ¹⁾	1,65
Horisont Pension 2030 - Akkumulerende KL		Emerging Markets Debt Hard Curr. - Acc., class EUR h	1,65
Horisont Pension 2030, klass SEK	8,41	Nye Markeder Obligasjon, klasse NOK h	1,78
Horisont Pension 2040 - Akkumulerende KL		Tillväxtmarknadsobligationer, klass SEK h	1,60
Horisont Pension 2040, klass SEK	8,39	Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta	2,67
Horisont Rente Plus - Akkumulerende KL		Nye Markeder Obl. Lokal Valuta - Akk., KL	
Horisont Rente Pluss, klasse NOK	0,94	Kehittyvät Korkomarkkinat, paikallis-valuutta, osuuslaji EUR	2,37
Horisont Rente Pluss, klasse NOK I	0,99	Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta - Akk., kl. DKK ¹⁾	2,49
Horisont Rente Pluss, klasse NOK W	0,99	Nye Markeder Small Cap	9,14
Japan	17,11	Teknologi	13,87
Kina	12,84	Tyskland	14,70
KlimaTrends	15,73	Udenlandske Obligationsmarkeder	2,04
Latinamerika	±0,52	USA	10,97
Latinamerika - Akkumulerende KL		USA - Akkumulerende KL	
Latinamerika, klass SEK	±4,09	USA, klass SEK	7,19
Latinamerika, klasse NOK	±5,09	USA, klasse NOK	6,10
Mix - Akkumulerende	5,11	USA - Akkumulerende, klasse DKK h	±1,73
Mix Defensiv - Akkumulerende	3,35	Østeuropa	10,89
Mix Obligationer	0,65	Østeuropa Konvergens	6,03

Skemaet viser afdelingernes afkast i pct. fra 31. december 2014 frem til onsdag den 11. marts 2015 - dagen før årsrapporten er offentliggjort. Opgjort på baggrund af kurser pr. 10. marts 2015.

FORENINGENS LEDELSESBERETNING

Investerings- markederne i 2014

Verdensøkonomien: Det bedste år siden 2010 – men store regionale forskelle

Efter alt at dømme bliver 2014 det bedste år for global vækst i mindst tre år – som følge af den økonomiske udvikling i USA. Verdens største økonomi er tilbage og sluttede året med rekordhøj erhvervstillid og kraftig vækst i beskæftigelsen. Således er der i USA skabt over to en halv million nye arbejdspladser i 2014, hvilket er det højeste tal i mere end ti år, og væksten for 2014 vurderedes at være i omegnen af 4 pct. ved slutningen af året. Samtidig overraskede USA's olieproduktion alle – den nærmer sig nu verdens største olieproducenter.

Årets skuffelse stod Europa for. Forventningerne var ellers høje, nu hvor væksten var vendt tilbage i 2013. Og det startede godt: I første halvår nåede erhvervstilliden de højeste niveauer i flere år. Væksten nærmede sig 2 pct. Men en kombination af svage investeringer og afmatning i eksporten betød faldende vækst henover sommeren og i første del af andet halvår. Noget af skylden skal tilskrives situationen i Østeuropa, der på grund af usikkerhed om fremtiden og betydelige sanktioner over for Rusland ramte virksomhederne hårdt. Men bankerne skuffede også – de var nok en gang forsigtige med långivningen. Med såvel faldende vækst som faldende inflation tvang det Den Europæiske Centralbank (ECB) på banen med lempelser af pengepolitikken – og nye rekordlave renteniveauer. Ved årets afslutning begyndte de første positive nyheder dog at tikke ind i form af en stabilisering i væksten.

2013's store udfordring – de nye markeder – kom bedre igennem 2014. Kina leverede nogenlunde som forventet med vækst omkring 7 pct. Det helt store tema i Kina er en stabilisering af boligbyggeriet efter 15 år med stort set uafbrudt vækst. Det er positivt, idet væksten i byggesektoren ikke kunne fortsætte – og indtil videre også positivt, at aktiviteten i byggesektoren ikke er faldet markant. Mod slutningen af året viste væksten tegn på en stabilisering – dog på relativt lave niveauer omkring 6-7 pct. Den politiske udvikling dominerede i andre af de nye markeder. Forventningerne til et magtskifte i Brasilien steg henover sommeren med håb om ændring i den til tider tvivlsomme økonomiske politik. Men i sidste ende blev det ved håbet, idet den siddende præsident – Dilma Rousseff – blev genvalgt. Alt imens fortsatte økonomien med at skuffe, og væksten udeblev.

2014 vil dog gå over i historien af en helt anden årsag: Det voldsomme prisfald på olie i andet halvår. Faldet blev igangsat af den kraftigt stigende produktion i USA, som er kommet bag på langt de fleste. Men prisfaldet tog til i styrke, da OPEC overraskende meldte ud, at kartellet ville fastholde olieproduktionen trods faldende priser. Oliepriserne faldt yderligere og satte primo december gang i en voldsom nedtur for Rusland. Den russiske valuta styrtdykkede, og landets centralbank blev tvunget til at forsvare valutaen med voldsomme forhøjelser af renten. Inden uroen var Rusland allerede i recession – den seneste udvikling gjorde blot situationen meget værre.

Obligationer: Generelt faldende renter

I USA faldt renterne i de første måneder af året. Det skyldtes en overraskende svag vækst i første kvartal, hvor væksten blev ramt af et særdeles koldt vejr. Væksten kom dog hurtigt tilbage med høje vækstrater i de efterfølgende kvartaler. Den amerikanske centralbank (Fed) stimulerede økonomien ved at opkøbe obligationer i markedet. Oprindeligt købte Fed 85 mia. USD pr. måned, men i slutningen af 2013 begyndte de at reducere opkøbet. Opkøbsprogrammet blev løbende reduceret gennem 2014 frem til oktober, hvor programmet helt blev stoppet. Arbejdsløsheden fortsatte med at falde og nærmede sig niveauer, hvor markedet forventede, at Fed snart ville stramme pengepolitikken for at lægge en bremse på væksten og dermed undgå et stigende lønpres. Markedet har inddiskonteret, at den første renteforhøjelse vil komme i midten af 2015, og Fed vil fortsætte med at forhøje gennem 2015 og 2016. Dette lagde et opadgående pres på de 2-årige renter, der i løbet af året steg fra 0,38 pct. til 0,67 pct. Den 5-årige rente sluttede stort set uforandret på 1,65 pct., hvorimod både de 10-årige og de 30-årige faldt markant i løbet af året, hvor den 10-årige statsrente faldt fra 3,00 pct. til 2,17 pct.

Hvad angår Europa i første kvartal af 2014, gik Italien igen i recession, og selv Tyskland, der hidtil havde haft pæn vækst, oplevede et kvartal med negativ vækst. Et af de få lyspunkter var Spanien, der for alvor er kommet ud af recessionen. Den svage vækst lagde et nedadgående pres på inflationen, der yderligere blev presset ned på grund af den faldende oliepris. ECB forsøgte at imødegå den faldende inflation og nedsatte derfor renterne to gange, afholdt to



KREDITOBLIGATION

Kreditobligationer er en fælles betegnelse for obligationer udstedt af virksomheder, realkreditinstitutter og emerging markets-lande. For disse obligationer er der en risiko for, at udstederen får forringet sin rating og/eller ikke kan overholde sine forpligtelser, hvilket betyder, at obligationen falder i værdi.

auktioner, hvor bankerne kunne låne penge i fire år til en lav rente, og startede små opkøb af diverse obligationer udstedt af den private sektor. Markedet forventede også, at ECB ville begynde at opkøbe statsobligationer i løbet af 2015. Dette betød ligeledes, at markedet forventede en uforandret ECB-rente i 2015. Renten på de korte statsobligationer faldt gennem hele året og den tyske 2-årige statsobligation sluttede året i $\pm 0,10$ pct. Faldet i renten skyldtes de ovennævnte faktorer, men også, at ECB nedsatte indskudsrenten, som er den rente, bankerne placerer deres overskudslikviditet til i ECB, til $\pm 0,20$ pct. Renten på de øvrige løbetider faldt ligeledes markant. Renten på den 5-årige tyske statsobligation faldt fra 0,92 pct. til 0,02 pct., og den 10-årige rente faldt fra 1,93 pct. til 0,54 pct. Rentefaldet var endnu større i de sydeuropæiske lande, hvor dels en højere rente og dels forventning om, at ECB ville begynde at opkøbe statsobligationer, øgede investorinteressen. Rentespændet blev derfor indsnævret overfor bl.a. Tyskland. En undtagelse var dog Grækenland, hvor en ny politisk krise i slutningen af året udvidede rentespændet markant.

Danske statsobligationer oplevede også rentefald i 2014. Således faldt den 10-årige danske statsrente fra omkring 2 pct. til omkring 0,75 pct. De faldende renter betød, at danske konverterbare realkreditobligationer i sidste halvdel af 2014 oplevede høje indfrielse, da realkreditinstitutterne for første gang åbnede en 30-årig fastforrentet obligation med 2,5 pct. kupon. Det var medvirkende til, at realkreditobligationer i fjerde kvartal havde svært ved at følge tilsvarende statsobligationer. For året som helhed klarede realkreditobligationer sig bedre end tilsvarende statsobligationer.

Globale indeksobligationer gav i 2014 et positivt afkast. Afkastet var højere end afkastet på sammenlignelige statsobligationer. Afkastet var drevet af et fald i realrenterne på obligationer med lange løbetider i USA og England. Inflationen var lav og i en række lande aftagende, som følge af den faldende oliepris. En undtagelse var Japan, hvor et kraftigt fald i valutaen i 2013 og en momsforhøjelse i 2014 fik inflationen til at stige, men i slutningen af året begyndte også den japanske inflation at aftage igen.

Kreditobligationer: Efterspørgsel efter virksomhedsobligationer

Fortsat god indtjening hos virksomhederne og begrænset, men stigende appetit på at øge gældssætning via aktieudbytter og opkøb prægede 2014. Sammen med de faldende statsrenter blev efterspørgslen efter virksomhedsobligationer høj. Det blev derfor endnu et år med pæne positive afkast, men med relativt store udsving, og hvor risikospænd for europæiske virksomhedsobligationer med høj kreditkvalitet, investment grade-obligationerne, faldt yderligere, mens mere risikofyldte virksomhedsobligationer, high yield-obligationerne, udviste stigende risikopræmier i anden halvdel af året. Indenfor forskellige high yield-segmenter var der ligeledes stor forskel på spænd og afkastudvikling, hvor selskaber med lavest kreditvurdering og f.eks. eksponering til olie og/eller Rusland klarede sig dårligere end mere sikre og veldiversificerede selskaber.

Samlet set gav europæiske investment grade-virksomhedsobligationer et afkast på 8,24 pct. i 2014, mens europæiske high yield-virksomhedsobligationer præsterede et afkast på 5,49 pct. Det er første år siden 2011, at europæiske investment grade-obligationer giver et højere afkast end europæiske high yield-obligationer.

Efter at have været ude i et alvorligt stormvejr i 2013 kom obligationer fra de nye markeder, også kaldet emerging markets, stærkt igen i første halvår af 2014. Det skyldtes bl.a. et højt og attraktivt renteniveau ved indgangen til 2014, en aftagende frygt for konsekvenserne af den varslede neddragelse af centralbankens obligationsopkøb i USA samt tegn på bedring i udlandshandlen i flere af de lande, der trak store negative overskrifter i 2013. Men mod årets slutning kom markedet ud i et alvorligt stormvejr udløst af det kraftige fald i olieprisen. Slutresultatet blev, at emerging markets-statsobligationer udstedt i US-dollars, men valutasikret over for den danske krone, kom ud af året med et afkast på 6,91 pct., hvilket kun var marginalt højere end afkastet på tilsvarende

amerikanske statsobligationer. Emerging markets-statsobligationer udstedt i landenes egne valutaer gav et afkast på 2,95 pct. omregnet til danske kroner.

Valuta: Den amerikanske dollar blev stærkere

Den pæne vækst i andet halvår 2014 og udsigterne til en strammere pengepolitik styrkede US-dollar overfor de andre valutaer, og den blev i 2014 den stærkeste valuta. Overfor den danske krone blev den styrket med 13,66 pct. Den japanske yen stabiliserede sig efter de kraftige fald i 2013 og blev svagt styrket frem til oktober, hvor Bank of Japan uventet meddelte, at den ville lempe pengepolitikken ved at øge opkøbet af statsobligationer. Samtidigt meddelte den statslige pensionsfond, at den ville øge sit opkøb af udenlandske aktier og obligationer. Det fik igen yennen til at falde. Det engelske pund blev i første halvår styrket pænt på grund af en forholdsmæssig pæn vækst. I andet halvår stabiliserede pundet sig på det højere niveau, da en faldende inflation pressede forventningerne til den første renteforhøjelse længere ud i fremtiden. Den svenske krone blev svækket gennem året. Det skyldes en lempeligere pengepolitik, hvor den korte rente blev nedsat til 0 pct. Den norske krone blev svagt styrket frem til efteråret, men det kraftige fald i olieprisen og en rentenedsættelse i december svækkede valutaen markant i slutningen af året.

Globale aktier: Amerikanske aktier i front

De globale aktiemarkeder gav et afkast på 18,39 pct. i 2014, drevet af en stærk økonomi i USA. Dog var der betydelige udsving gennem året. Der var også meget stor forskel på afkastene regionerne imellem, bl.a. som følge af de store ændringer i valutakurserne.

I starten af året blev aktiemarkederne ramt af konflikten i Ukraine, og denne var – sammen med svage økonomiske nøgletal i Europa – årsag til nye kursfald i sensommeren. I oktober var der igen et forbigående kursfald som følge af svage økonomiske nøgletal og faldende oliepris, og sidst på

DET GLOBALE OBLIGATIONSMARKED I 2014	Renteniveau i %, ultimo		Afkast i pct i 2014	
	2013	2014	Lokal valuta	Danske kroner
Danmark	1,98	0,85	-	11,84
USA	3,03	2,17	6,08	20,57
Japan	0,74	0,33	4,78	4,41
Tyskland	1,93	0,54	10,49	10,28
Sverige	2,5	0,93	12,15	4,58
Storbritannien	3,02	1,76	14,12	22,11
Globalt	-	-	-	14,42
Euroland	-	-	-	13,31
Nye Markeder	-	-	-	6,91
Erhvervsobligationer - Investment Grade	-	-	-	8,24
Erhvervsobligationer - Spec. Grade	-	-	-	2,22

Renteniveauerne er for 10-årige statsobligationer. Afkastene er beregnet på baggrund af statsobligationsindeks fra J. P. Morgan med en restløbetid på over 1 år. ¹Særlige indeks.



Evaluering af forventningerne til 2014

Vores forventning til en positiv global økonomi i 2014 blev indfriet, og forventningen om, at 2014 blev det bedste år siden 2011, blev ligeledes opfyldt. Den positive globale vækst skyldtes en stærk fremgang i USA på trods af en moderat vækst i Europa.

Økonomien i USA sluttede året over forventningerne med rekordhøj erhvervstillid og kraftig vækst i beskæftigelsen. Europa levede ikke helt op til forventningerne, hvilket skyldes en kombination af svage investeringer og afmatning i eksporten. Som forventet betød de geopolitiske forhold i Østeuropa usikkerhed i markedet, hvor sanktionerne overfor Rusland lagde en dæmper på væksten.

2014 var uventet præget af de voldsomme prisfald på olien i andet halvår, der blev igangsat af kraftig stigning i produktionen i USA. I december betød yderligere prisfald, at den russiske valuta uventet blev sat under pres.

Væksten på 7 pct. i Kina indfrie vore forventning om aftagende vækst og betød som ønsket en stabilisering af boligbyggeriet og ikke en markant tilbagegang. Den politiske udvikling i de andre nye markeder dominerede som forventet den økonomiske udvikling.

De globale og danske aktiemarkeder har mere end indfriet vores forventning om positive afkast, men konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving, især i andet halvår. Der var meget store forskelle på afkastene regionerne imellem, bl.a. som følge af store ændringer i valutakurserne.

Den amerikanske centralbank (Fed) reducerede som forventet sit obligationsopkøbsprogram. Ligeledes som forventet fastholdt Fed de korte renter. Den faldende arbejdsløshed fik imidlertid markedet til at inddiskontere en strammere pengepolitik, som

lagde et opadgående pres på de korte markedsrenter. Vores forventning om moderate rentestigninger holdt ikke stik, idet både den 10- og 30-årige obligationsrente faldt markant i løbet af 2014.

Den Europæiske Centralbank (ECB) nedsatte renterne to gange i løbet af 2014 for at imødegå den faldende inflation. Det bidrog til at indfri vores forventninger om positive afkast på obligationerne.

Virksomhedsobligationer leverede pæne positive afkast som forventet, men niveauet var over forventning pga. faldende statsrenter. Mod forventning faldt kreditspændet for europæiske investment grade-virksomhedsobligationer yderligere.

Obligationer med lav kreditkvalitet (high yield) har ikke indfriet vores forventning om moderate positive afkast, da kreditspændet for denne type obligationer steg.

Nye markeder-obligationer udstedt i US-dollars indfrie ikke vores forventning om indsnævring af kreditspændet.

Forventningen om, at globale indeksobligationer ville give højere afkast end sammenlignelige statsobligationer, blev ikke indfriet på grund af faldende inflationsforventninger.

Forventningerne til en styrket US-dollar blev indfriet. US-dollar blev styrket i 2014 på grund af væksten i andet halvår og udsigterne til strammere pengepolitik. Vores forventning om faldende Yen blev ikke indfriet, idet valutakursen, der igennem året oplevede store kursudsving, samlet for hele 2014 må ses som uændret. Forventningerne om en styrkelse af de skandinaviske valutaer ved årets udgang blev ikke indfriet, da den norske og svenske krone faldt betydelig.

året faldt aktiekurserne midlertidigt drevet af uro på valutamarkederne og yderligere olieprisfald.

Med et afkast på 28,09 pct. blev det de amerikanske aktier, der klarede sig bedst blandt de større markeder. Stærkt medvirkende til det høje afkast var styrkelsen af den amerikanske dollar i forhold til danske kroner. Mere beskedne var afkastene på aktier i de nye markeder med 11,18 pct., i Japan med 9,09 pct. og i Europa med 6,64 pct. Det relativt svage afkast på de europæiske aktier må tilskrives den fortsat svage økonomiske vækst i Europa og den heraf afledte manglende indtjeningsvækst, samt usikkerheden som følge af konflikten i Ukraine.

Det var sektorerne sundhedspleje, it og forsyning, der med afkast på hhv. 34,26 pct., 30,94 pct. og 29,32 pct. gav de højeste afkast. Sundhedspleje blev understøttet af nye perspektivrige produkter og konsolidering i sektoren, mens stigningen i it-sektoren bl.a. blev hjulpet af en højere prisfastsættelse af nogle af de store selskaber i sektoren. Afkastet i forsyningssektoren var primært drevet af faldet i de lange renter. Det blev sektorerne energi og materialer, der med afkast på henholdsvis -1,65 pct. og 5,15 pct. klarede sig dårligst, hvilket primært skyldtes de lavere olie- og råvarepriser.

Danske aktier: Bedre end det europæiske marked

På trods af en del geopolitisk uro leverede det danske aktiemarked i 2014 et højt afkast – og endnu en gang betydeligt højere sammenlignet med det europæiske indeks. De små og mellemstore selskaber klarede sig generelt noget dårligere end de store selskaber i 2014.

VALUTAMARKEDERNE I 2014

	Ændring, pct.	Kurs
Engelsk pund	7,01	959,53
Euro	÷0,19	744,64
Japansk yen	÷0,36	5,13
Norsk krone	÷8,03	82,08
Svensk krone	÷6,75	78,61
US dollar	13,66	615,38

Skemaet viser valutaudviklingen over for danske kroner i 2014 samt kursen ultimo året.

VERDENS AKTIEMARKEDER I 2014

Ændring i pct.	Lokal-valuta, pct.	Danske kr., pct.
Danmark	17,22	17,22
Storbritannien	0,50	7,54
Japan	9,48	9,09
Sverige	12,69	5,08
Tyskland	2,08	1,89
USA	12,69	28,09
Hele verden	-	18,39
Europa	-	6,64
Norden	-	7,16
Fjernøsten ekskl. Japan	-	19,12
Emerging markets	-	11,18
Latinamerika	-	÷0,32
Østeuropa	-	÷29,06

Kilde: Morgan Stanley og OMX

SEKTORUDVIKLINGEN PÅ AKTIEMARKEDERNE I 2014

Ændring i pct.	
Energi	÷1,65
Materialer	5,15
Industri	13,88
Forbrugsgoder	17,60
Konsumentvarer	20,65
Sundhedspleje	34,26
Finans	17,57
Informationsteknologi	30,94
Telekommunikation	11,58
Forsyning	29,32
I alt	18,39

Skemaet viser kursudviklingen i de enkelte aktiesektorer i 2014 gjort op ud fra alle verdens aktier. Kilde MSCI World AC Index.



EMERGING MARKETS

Fællesbetegnelse for lande, hvor økonomierne er på vej til at udvikle sig til markeds-økonomier efter vestlig standard. Omfatter stort set alle lande i Latinamerika, Asien (eksklusive Japan, Hongkong og Singapore), Østeuropa og Afrika. »Nye markeder« er en anden betegnelse for emerging markets.

FORENINGENS LEDELSESBERETNING

Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015

Verdensøkonomien: Fortsat pæn vækst – men den politiske risiko vejer tungt

Vi forventer et fornuftigt år for den globale økonomi i 2015. USA er tilbage for alvor. Den primære årsag er, efter vores vurdering, et velfungerende og stabilt banksystem. Gennem bankerne og kapitalmarkederne opnår virksomhederne finansiering til investeringer i maskineri, bygninger, ny teknologi, forskning og ekspansion, mens husholdningerne kan låne til f.eks. boligkøb. Og selvom lånevilkårene for potentielle boligkøbere stadig er historisk stramme, vurderer vi, at de i de kommende år vil blive bedre, hvorfor den langsomme bedring på boligmarkedet kan fortsætte. Den lavere oliepris støtter privatforbruget her og nu, men med mindre olieprisen bliver ved med at falde, er det selvsagt en engangsforeteelse. Samtidig betyder den lavere oliepris også lavere investeringer i olie- og gassektoren over tid. Sagt med andre ord: Den lavere oliepris er godt nyt her og nu, men de positive effekter er midlertidige. Overordnet forventer vi vækst omkring 3,5 pct. for 2015 som helhed, hvilket er moderat lavere end det niveau, som væksten afsluttede 2014 med. Denne relativt høje vækst tillader også den amerikanske centralbank at hæve renten til sommer.

Eurozonen har længe haltet efter USA, og ser man bort fra den geopolitiske risiko i Ukraine mv. og de konsekvenser, det har haft for eksport og virksomhedernes lyst til at investere, mener vi, den primære årsag til eurozonens problemer findes i banksektoren. Af en række forskellige årsager – politisk usikkerhed, likviditetsproblemer, dårlige lån, ny regulering og strammere kapitalkrav og ikke mindst ny overordnet tilsynsmyndighed i form af Den Europæiske Centralbank (ECB) – har bankerne ikke styrket mulighederne i den private sektor. Det vil efter vores mening ændre sig i 2015. Bankerne har rejst betydelig ny kapital, deres balancer er gennemgået af myndighederne – og mere gennemsigtige – og slutteligt arbejder ECB på at gøre det mere attraktivt for bankerne at låne ud til specielt virksomheder. Derfor vurderer vi, at forudsætningerne for at få bedre vækst i Europa er til stede, og vi venter, at væksten stiger til omkring 1,5 pct. i

løbet af 2015. Selvom det er marginalt bedre end regionens langsigtede potentiale, er det stadig lavt taget den lange kriseperiode i betragtning. Kombineret med udsigt til fortsat exceptionel lav inflation, vurderer vi, at ECB lemper pengepolitikken yderligere gennem udvidede obligationsopkøb i starten af 2015.

En række af de nye markeder står på hver deres måde ved en skillevej, herunder især Kina. Efter næsten 15 år med uafbrudt vækst i bolig- og byggesektoren er denne historie efter vores mening kommet til vejs ende. Der skal fortsat bygges i Kina – men som vækstmotor er det et overstået kapitel. Kina skal derimod finde vækst andre steder. Regeringen peger på grøn og vedvarende energi, sundhed, it og servicesektoren som de fremtidige drivkræfter. Vi vurderer, at væksten vil være omkring 6 pct. i 2015, men det bliver fortsat en udfordring for regeringen at balancere ulemperne fra en langvarig bolig- og byggeaktivitet med tilhørende høj långivning på den ene side og det åbenlyse potentiale i servicesektoren på den anden. En sådan balanceakt er dog væsentlig anderledes for andre udviklingslande. Indien er et eksempel på en positiv historie, hvor en reformvenlig premierminister er kommet til magten ved et jordskredsvalg. Den nye regering er allerede godt på vej med mange positive tiltag, hvorfor optimismen omkring Indien er steget, og udsigterne er bedre. Derimod synes Brasilien stadig at stå i stampe. Værst ser det selvsagt ud for Rusland, som er genstand for kraftige sanktioner, der hæmmer handlen med andre lande. Renterne er nu meget høje – for at forhindre et økonomisk kaos – og udlandets lyst til at investere i Rusland er kraftigt reduceret. Rusland står således overfor betydelige udfordringer.

Ser man på den globale økonomi ud fra et politisk perspektiv, ser det anderledes ud for en række lande. Først og fremmest i eurozonen. I flere lande står stærkt venstreorienterede og euro-skeptiske partier til høje stemmetal. Ikke alene risikerer vi, at de hårdtvundne reformer rulles tilbage, men alene processen med politisk usikkerhed kan skade væksten ved at gøre virksomhederne mindre interesserede i at investere, ansætte og ekspandere.



KREDITSPÆND

Renteforskellen mellem kreditobligationer og traditionelle, sikre statsobligationer, f.eks. tyske og amerikanske, udstedt i samme valuta og med samme løbetid.

Den politiske risiko er også nærværende for USA, hvor gældsloftet endnu en gang skal hæves, ligesom Republikanerne fremover vil kontrollere Kongressen. Det kan give anledning til konfrontationer, som ligesom i 2011 og 2012 kan skade væksten. Situationen i Rusland får afgørende betydning: Eskaleres konflikten med Vesten, bliver det blot endnu værre for både Rusland og resten af verden. Træder Rusland derimod et skridt tilbage, kan det pludseligt se helt anderledes ud.

Men det hele er ikke kun politiske risici. Den største økonomiske risiko, vi bekymrer os om, er et boligkollaps i Kina. Undervurderer regeringen f.eks. skrøbeligheden i det finansielle system, får det betydelige konsekvenser for Kinas muligheder for at opnå vækst på nye måder. Alt dette ændrer dog ikke ved, at vi set med de økonomiske briller kommer frem til en forventning om, at også 2015 vil byde på pæn fremgang for global økonomi, dog igen med betydelige regionale forskelle.

Obligationer: Moderate rentestigninger

Vi forventer, at det amerikanske opsving langt om længe vil tillade centralbanken at stramme pengepolitikken. På den baggrund forventer vi, at Fed vil begynde at forhøje renterne i midten af 2015 og fortsætte den strammere pengepolitik ind i 2016. Dette vil øge det opafgående pres på de korte obligationsrenter. På de lange obligationer kan renten falde yderligere i begyndelsen af året, hvor faldet i olieprisen vil presse inflationen langt ned. Ligeledes skønner vi, at der vil komme en stigende efterspørgsel på amerikanske obligationer fra udenlandske investorer. Dette vil især gøre sig gældende, hvis ECB begynder at opkøbe statsobligationer. For året som helhed forventer vi dog en stigende rente, hvor renten vil stige mest på de korte obligationer.

I Euroland vil faldet i olieprisen presse inflationen til negativt niveau i begyndelsen af 2015. Dette vil presse ECB til at begynde at opkøbe statsobligationer. Begge dele kan få renterne til at falde yderligere i første del af året, men vi for-

venter, at renterne vil begynde at stige, når den værste deflationsfrygt har lagt sig, og at renterne slutter året lidt højere. Derimod forventer vi ikke, at ECB vil ændre de korte renter. Risikoen – drevet af den politiske proces og de mange valg – kan sende renterne endnu længere ned, end vi i skrivende stund vurderer vil blive tilfældet.

Vi forventer, at Bank of Japan fortsætter med at købe obligationer i det nuværende omfang hele året. Endvidere vurderer vi, at den vil øge opkøbet igen, hvis inflationen ikke lever op til dens mål. Dermed forventer vi kun små udsving i de japanske renter.

For 2015 forventer vi derfor lave, men positive afkast på såvel europæiske som danske statsobligationer. Det nuværende renteniveau er lavt i historisk perspektiv, og der er risiko for stigende renter. Hvis væksten eller inflationen overrasker på opsidet, vil renten stige mere end vi forventer. Dette kan betyde, at obligationer giver negativt afkast i 2015. Omvendt kan en svagere vækst eller en lavere inflationsudvikling end forventet presse renterne yderligere ned og dermed give højere afkast på obligationer, end vi p.t. regner med.

Markedet for indeksobligationer har allerede inddiskonteret en meget lav inflation, men inflationsforventningerne kan falde mere på kort sigt. Indeksobligationer kan derfor give et lavere afkast end nominelle obligationer i første del af året. Når olieprisen begynder at stabilisere sig, og ECB eventuelt begynder at opkøbe statsobligationer, forventer vi, at inflationsforventningerne igen vil begynde at stige, og forventer så et bedre afkast på indeksobligationer end på nominelle obligationer.

Kreditobligationer: Gode udsigter for nye markeder-obligationer

Med udsigt til yderligere lempelse i den europæiske pengepolitik, mener vi, der fortsat vil være god efterspørgsel efter kreditobligationer i 2015. Vi ser dog kun et beskedent potentiale for yderligere indsnævring af kreditspændene i løbet af 2015. Rentespændene på europæiske investment grade-virksomhedsobligationer kan dog indsnævres yderligere, hvis ECB begynder at købe denne type af obligationer – eller hvis markedet forventer, at ECB går i gang med dette. For europæiske high yield-obligationer er potentialet noget større efter spændudvidelser i andet halvår 2014. Vi forventer dog, at udviklingen ikke bliver homogen, og at enkelte sektorer indenfor high yield kan opleve højere rentespænd. Men generelt forventer vi uændrede rentespænd for high yield-obligationer for året som helhed.

Da vi kun forventer en moderat stigning i de underliggende statsrenter, vurderer vi, at der er basis for positive, omend relativt beskedne afkast på europæiske virksomhedsobliga-

tioner i 2015. I USA er potentialet mere begrænset, idet de underliggende renter bør stige i takt med de pengepolitiske stramninger. Endvidere udgør olie- og energiselskaber en relativt større andel af det amerikanske high yield-virksomhedsobligationsmarked. Den lave oliepris giver dermed disse virksomheder store udfordringer.

Vender vi os mod de nye markeder, mener vi, at udsigten til solid vækst i verdensøkonomien, fortsat ekstremt lave centralbankrenter og rigelig likviditet giver fortsat jagt på merrente. I den sammenhæng mener vi, der vil være pæn efterspørgsel efter nye markeder-obligationer. For det første forekommer merrenten i forhold til amerikanske statsobligationer efter en markant udvidelse i slutningen af 2014 i sig selv at være attraktiv. For det andet er emerging markets-obligationer set i et historisk perspektiv billige i forhold til virksomhedsobligationer i USA og Europa med samme kreditværdighed.

Da vi samtidig kun forventer en moderat stigning i de underliggende renter på amerikanske statsobligationer, vurderer vi, at der er basis for et pænt positivt afkast på nye markeder-obligationer i 2015. Men vi erkender, at usikkerheden omkring den amerikanske renteutvikling er stor, ligesom der knytter sig betydelige risici til udviklingen i prisen på olie og andre råvarer og til den geopolitiske situation i Ukraine og Mellemøsten.

Valuta: Fortsat svag yen

Vi forventer, at US-dollar vil fortsætte tendensen i 2015 og blive styrket yderligere. Det skyldes først og fremmest den divergerende pengepolitik med en stramning i USA på den ene side og yderligere lempelser i Europa på den anden. I Japan forventer vi, at Bank of Japan vil fortsætte med at opkøbe obligationer i markedet, og at pensionskasserne vil fortsætte med at købe udenlandske obligationer og aktier. Dette vil svække yennen i løbet af året. I Storbritannien er det den forholdsvis stærkere vækst og udsigt til, at Bank of England vil forhøje renterne, der har styrket pundet. Vi forventer, at Bank of England vil forhøje renterne i slutningen af 2015 eller begyndelsen af 2016, og vi forventer derfor et lidt styrket pund i 2015. Den svenske krone forventes fortsat at være presset i begyndelsen af 2015. Hvis væksten begynder at stige, kan den svenske krone blive styrket senere i 2015 og slutte året lidt stærkere. Den norske krone er blevet ramt hårdt af den faldende oliepris. Med en fortsat overproduktion af olie i 2015 kan den norske krone svækkes yderligere. I løbet af året forventer vi, at olien vil stabilisere sig. Dette vil give mulighed for, at den norske krone igen kan blive styrket. Euroen blev i anden del af 2014 svækket overfor den danske krone. Vi forventer, at euroen er tæt på bunden og forventer derfor en uforandret til stigende tendens overfor danske kroner i 2015.



Udsagn om forventninger

De udsagn om fremtiden, som er indeholdt i denne årsrapport, afspejler ledelsens aktuelle forventninger til fremtidige begivenheder og økonomiske resultater samt til konjunkturerne i verdensøkonomien og på finansmarkederne. Den type forventning er i sagens natur forbundet med usikkerhed, og da det er behæftet med usikkerhed at give bud på den konkrete udvikling på de mange enkeltmarkeder, vi investerer på, vurderer vi, at det ikke er hensigtsmæssigt at komme med konkrete tal for afkastforventningerne for det kommende år.

Globale aktier: Moderate afkast

Vi forventer positive, men beherskede afkast på aktiemarkederne i 2015. Den altoverskyggende årsag er fremgangen i global økonomi, der vil resultere i stigende indtjening hos selskaberne. Derimod vurderer vi, at potentialet for yderligere stigning i prisfastsættelsen af specielt amerikanske aktier er begrænset. Der er dog risiko for tilbagefald i aktiekurserne, hvis væksten skuffer, eller der opstår fornyet usikkerhed om fremtiden. Blandt de mange forhold, der vil kunne udløse dette, er politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, gældsloftsdiskussioner og frygt for en strammere pengepolitik i USA, en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten og skuffende vækst i Kina.

Danske aktier: Fortsat vækst i selskabernes indtjening

Med de positive vækstudsigter i USA in mente samt forventningen om stabilisering og ultimativt tiltagende europæisk vækst, er der grobund for fortsat vækst i danske virksomheders indtjening. Den geopolitiske uro ser derimod ikke ud til at aftage lige rundt om hjørnet, hvilket vil give usikkerhed på aktiemarkedet. Efter et år med meget høj indtjeningsvækst i de danske børsnoterede selskaber venter vi fortsat indtjeningsvækst i 2015, om end på et lavere niveau. Prisfastsættelsen af det danske aktiemarked er nogenlunde på det historiske gennemsnit, og vi venter således et moderat positivt aktiemarked i 2015.

FORENINGENS LEDELSESBERETNING

Politik for samfundsansvar

Danske Invest tilpasser løbende sin politik for samfundsansvar (ansvarlige investeringer), så den afspejler udviklingen inden for området.

Formålet med politikken er uændret i løbet af året og søger fortsat at sikre, at de penge, Danske Invest forvalter for investorerne, ikke placeres i virksomheder, der overtræder internationalt anerkendte retningslinjer for menneskerettigheder, våbenproduktion, arbejdstagerrettigheder, miljøbeskyttelse og antikorrruption.

For at sikre at retningslinjerne efterleves, screenes investeringerne af en specialiseret konsulentvirksomhed, Ethix SRI Advisors. Screeningen er baseret på de internationalt anerkendte principper i UN Global Compact (1999), the OECD Guidelines for Multinational Businesses (2011) og UN Guiding Principles on Business and Human Rights (2011).

Hvis et selskab vurderes at overtræde normerne, indledes en dialog med selskabet. Dialogen har som formål at afdække forholdet og undersøge, om selskabet planlægger at ændre adfærd på området. Afhængigt af dialogen sælges eller fastholdes investeringen.

Efter Danske Investes opfattelse er ansvarlighed en forudsætning for, at virksomheder kan skabe langsigtet værdi. Derfor er politikken for samfundsansvar i overensstemmelse med Danske Investes mål om at forvalte investorernes investeringer, så de opnår de bedst mulige afkast.

Handlinger og vurderinger

I 2014 har vi løbende arbejdet med at sikre, at politikken principper bliver overholdt. Selvom listen af ekskluderede selskaber kun ændres ganske lidt over tid, så er det lø-

bende opfølgingsarbejde om faktuelle forhold afgørende for en frugtbar dialog med de selskaber, som er i vores søgelys. Opfølgingsarbejdet består dels i at vurdere hændelser, der kaster lys over nye selskaber og dels i at revurdere tidligere hændelser.

Det faktuelle grundlag er afgørende for, om selskabet bliver ekskluderet eller på et senere tidspunkt genindtræder i investeringsuniverset. Derfor er det faktuelle grundlag også udgangspunktet for den dialog, vi har med selskaberne. Dialog – eller aktivt ejerskab – fylder i dag mere i vores arbejde med ansvarlige investeringer. Dette arbejde vil fortsætte i 2015.

Vurdering af selskabers kvalitet i relation til miljø-, sociale og ledelsesmæssige forhold (ESG, environmental, social governance) er ligeledes et område, vi forventer vil få mere opmærksomhed. For eksempel oplever vi igen et øget fokus på klimaforandringerne og deres indflydelse på selskaber, der er særligt eksponeret mod et forandret klima. Arbejdet med at måle ESG kvaliteten i selskaber og investeringsstrategier vil primært foregå i dialog med Danske Investes rådgivere. Derfor har Danske Invest indgået et samarbejde med en rådgiver som understøtter dette arbejde med analyser af selskaber.

Som resultat af selskabsscreeningen har Danske Invest på nuværende tidspunkt fravalgt at investere i 33 selskaber. Danske Invest er på nuværende tidspunkt i dialog med en række andre selskaber om potentielt kritiske forhold. Tilsvarende har Danske Invest på nuværende tidspunkt fravalgt at kunne investere i 10 landes statsobligationer.

Læs mere om Danske Investes politik for samfundsansvar samt underliggende systemer, procedurer og resultater på http://www.danskeinvest.dk/web/show_page.text?p_nId=75&p_vPage=DIDKDK_SRI_POLICY



FORENINGENS LEDELSESBERETNING

Risici samt risikostyring

Som investor i foreningen får man en løbende pleje af sin opsparing. Plejen indebærer blandt andet en hensyntagen til de mange forskellige risikofaktorer på investeringsmarkederne. Risikofaktorerne varierer fra afdeling til afdeling. Nogle risici påvirker især aktieafdelingerne. Andre især obligationsafdelingerne, mens atter andre risikofaktorer gælder for begge typer af afdelinger. En af de vigtigste risikofaktorer – og den skal investor selv tage højde for – er valget af afdelinger. Som investor skal man være klar over, at der altid er en risiko ved at investere, og at de enkelte afdelinger investerer inden for hver deres investeringsområde uanset markedsudviklingen. Det vil sige, at hvis investor f.eks. har valgt at investere i en afdeling, der har danske aktier som investeringsområde, så fastholdes dette investeringsområde, uanset om de pågældende aktier stiger eller falder i værdi.

Risikoen ved at investere via en investeringsforening kan overordnet knytte sig til fire elementer:

- investors eget valg af afdelinger
- investeringsmarkederne
- investeringsbeslutningerne
- driften af foreningen.

Risici knyttet til investors valg af afdelinger

Inden investor beslutter sig for at investere, er det vigtigt at få fastlagt en investeringsprofil, så investeringerne kan sammensættes ud fra den enkelte investors behov og forventninger. Desuden er det afgørende, at investor er bevidst om de risici, der er forbundet med den konkrete investering. Det kan være en god ide at fastlægge sin investeringsprofil i samråd med en rådgiver.

Investeringsprofilen skal blandt andet tage højde for, hvilken risiko investor ønsker at løbe med sin investering, og hvor lang tidshorizonten for investeringen er. Ønsker investor f.eks. en meget stabil udvikling i sine Danske Invest-beviser, bør man som udgangspunkt ikke investere i afdelingerne med høj risiko (altså afdelinger, der er markeret med 6 eller 7 på risikoindekatoren). Hvis man investerer over en kortere

tidshorizont, er aktieafdelingerne for de fleste investorer, sjældent velegnede.

Af den enkelte afdelings regnskab fremgår dens risikoklassifikation målt med risikoindekatoren fra dokumentet central investorinformation ultimo 2014. Risikoen udtrykkes ved et tal mellem 1 og 7, hvor »1« udtrykker laveste risiko og »7« højeste risiko. Kategorien »1« udtrykker ikke en risikofri investering.

Lavere risiko			Højere risiko			
← Typisk lavere afkast			→ Typisk højere afkast			
1	2	3	4	5	6	7

Afdelingens placering på risikoindekatoren er bestemt af udsvingene i afdelingens regnskabsmæssige indre værdi de seneste fem år og/eller repræsentative data. Store historiske udsving er lig høj risiko og en placering til højre på indekatoren (6-7). Små udsving er lig med en lavere risiko og en placering til venstre på risikoskalaen (1-2). Afdelingens placering på skalaen er ikke konstant. Placeringen kan ændre sig med tiden. På danskeinvest.dk kan man for den enkelte afdeling, under punktet »Risiko«, se afdelingens aktuelle og senest opdaterede placering på risikoindekatoren. Risikoindekatoren tager ikke højde for pludseligt indtrufne begivenheder, som eksempelvis devalueringer, politiske indgreb og pludselige udsving i valutaer. Det er vigtigt at huske, at historiske data ikke er indikator for fremtidig udvikling.

Risici knyttet til investeringsmarkederne

Disse risikoelementer er f.eks. risikoen på aktiemarkederne, renterisikoen, kreditrisikoen og valutarisikoen. Hver af disse risikofaktorer håndterer vi inden for de givne rammer på de mange forskellige investeringsområder, vi investerer på. Eksempler på risikostyringselementer er afdelingernes porteføljerådgivnings- og -forvaltningsaftaler og instrukser fra foreningens bestyrelse om investeringer, vores interne



kontroller, lovgivningens krav om risikospredning samt adgangen til at anvende afledte finansielle instrumenter som for eksempel valutaterminsforretninger, som anvendes til at reducere valutarisikoen. Desuden har Danske Invest porteføljerådgivere og -forvaltere placeret i udvalgte lokale markeder.

Risici knyttet til investeringsbeslutningerne

Enhver investeringsbeslutning i de aktivt styrede afdelinger er baseret på vores og vores porteføljerådgiveres og -forvalteres forventninger til fremtiden. Vi forsøger at danne os et realistisk fremtidsbillede af f.eks. renteutviklingen, konjunkturerne, virksomhedernes indtjening og politiske forhold. Ud fra disse forventninger køber og sælger vi aktier og obligationer. Denne type beslutninger er i sagens natur forbundet med høj usikkerhed.

Som det fremgår af afdelingsberetningerne senere i årsrapporten, har vi for langt de fleste afdelinger udvalgt et benchmark. Det er et indeks, der måler afkastudviklingen på det eller de markeder, hvor den enkelte afdeling investerer. Vi vurderer, at de respektive indeks er repræsentative for de respektive afdelingers porteføljer og dermed velegnede til at

holde afdelingens resultater op imod. Afdelingernes afkast er målt efter fradrag af administrations- og handelsomkostninger. Udviklingen i benchmark (afkastet) tager ikke højde for omkostninger. Afdelinger, for hvilke der ikke findes et velegnet indeks, har intet benchmark. Bagest i rapporten findes en oversigt over de benchmark, som foreningens afdelinger måles op imod, inklusive en beskrivelse af de respektive benchmark.

Målet med afdelinger, som følger en aktiv investeringsstrategi, er at opnå et afkast, der er højere end afkastet på det respektive benchmark. Når investeringsstrategien er aktiv, forsøger vi at finde de bedste investeringer for at give det højeste mulige afkast under hensyntagen til risikoen. Strategien medfører, at investeringerne vil afvige fra benchmark, og at afkastet kan blive både højere og lavere end benchmark.

Når investeringsstrategien er passiv – også kaldet indeksbaseret – betyder det, at investeringerne er sammensat, så de følger det valgte indeks tæt. Derved kan investor forvente, at afkastet i store træk svarer til udviklingen i indekset. Afkastet vil dog typisk være lidt lavere end udviklingen i det valgte indeks, fordi omkostningerne trækkes fra i afkastet.

Foreningens bestyrelse har fastsat risikorammer for alle afdelinger. I aktieafdelingerne er der som hovedregel fastsat en begrænsning på tracking error, hvis der er fastlagt et benchmark. Tracking error er et matematisk udtryk for, hvor tæt en afdeling følger sit benchmark. Jo lavere tracking error er, desto tættere forventes afdelingen at følge benchmark. I obligationsafdelingerne er der typisk fastsat begrænsninger på varighed (rentefølsomhed) og særlige begrænsninger på kreditrisikoen via krav til kreditvurderingen (ratings).

Risici knyttet til driften af foreningen

For at undgå fejl i driften af foreningen er der fastlagt en lang række interne kontrolprocedurer og forretningsgange, som reducerer disse risici. Der arbejdes hele tiden på at udvikle systemerne, og der stræbes efter, at risikoen for menneskelige fejl bliver reduceret mest muligt. Der er desuden opbygget et ledelsesinformationssystem i Danske Invest Management A/S, som administrerer foreningen. Dette sikrer, at der løbende følges op på omkostninger og afkast. Der gøres jævnlige status på afkastene. Er der områder, som ikke udvikler sig tilfredsstillende, drøftes det med porteføljerådgivere og -forvaltere, hvad der kan gøres for at vende udviklingen.

Foreningen er desuden underlagt kontrol fra Finanstilsynet og en lovpligtig revision af årsregnskaberne ved et generalforsamlingsvalgt revisionsfirma. Her er fokus på risici og kontroller i højsædet.

På it-området lægges stor vægt på data- og systemsikkerhed. Der er udarbejdet procedurer og beredskabsplaner, der har som mål inden for fastsatte tidsfrister at kunne genskabe systemerne i tilfælde af større eller mindre nedbrud. Disse procedurer og planer afprøves regelmæssigt.

Ud over at administrationen i den daglige drift har fokus på sikkerhed og præcision, når opgaverne løses, følger bestyrelsen med på området. Formålet er dels at fastlægge sikkerhedsniveauet og dels at sikre, at de nødvendige ressourcer er til stede i form af personale, kompetencer og udstyr.

For yderligere oplysninger om de enkelte Danske Invest-afdelinger henvises til de gældende prospekter og central investorinformation for de pågældende afdelinger. Disse kan downloades fra danskeinvest.dk under produktinformationen om den enkelte afdeling.

Risikostyring

Lovgivningen fastlægger placeringsregler og retningslinjer for en afdelings/andelsklasses risici og risikostyring. Herudover fastlægger investeringsforeningens bestyrelse rammer for en afdelings/andelsklasses risikoprofil samt identificerer og kvantificerer en afdelings/andelsklasses væsentligste risici. Bestyrelsen har fastlagt disse forhold samt risikorammer i en bestyrelsesinstruks til direktionen.

I aktieafdelingerne er der i instruksen som hovedregel fastsat en risikogrænse på tracking error, hvis der er fastlagt et benchmark. Aktivt styrede aktieafdelinger vil således have højere grænser for tracking error end de indeksbaserede. I obligationsafdelingerne er der typisk fastsat en risikoramme på varighed (rentefølsomhed) og særlige rammer på kreditrisikoen via krav til kreditkvaliteten (ratings). For hver afdeling er det fastlagt om – og i hvilket omfang – afdelingen kan anvende afledte finansielle instrumenter.

Der anvendes i vid udstrækning it-systemer til at overvåge, at placeringsregler og risikorammer overholdes samt til at analysere, om risikostyringsmodellerne er tilstrækkeligt pålidelige. Der er etableret en selvstændig risikostyringsfunktion, som løbende vurderer og overvåger risikostyringen, ligesom der jævnlige rapporteres til bestyrelsen om udnyttelse af investeringsrammer m.v. Der er indbygget væsentlige risikostyringselementer i afdelingernes porteføljerådgivnings- og forvaltningsaftaler samt i den løbende opfølgning på risikoindekatoren i dokumentet central investorinformation. Risikostyringen bygger på fælles principper og styringsværktøjer for alle afdelinger i foreningen.



Generelle risikofaktorer

Enkeltlande

Ved investering i værdipapirer i et enkelt land, f.eks. Danmark, er der en risiko for, at det finansielle marked i det pågældende land kan blive udsat for specielle politiske eller reguleringsmæssige tiltag. Desuden vil markedsmæssige eller generelle økonomiske forhold i landet, herunder også udviklingen i landets valuta og rente, påvirke investeringernes værdi.

Eksposering mod udlandet

Investering i velorganiserede og højtudviklede udenlandske markeder medfører generelt en lavere risiko for den samlede portefølje end investering alene i enkeltlande/emerging markets. Udenlandske markeder kan dog være mere usikre end det danske marked på grund af en forøget risiko for en kraftig reaktion på selskabsspecifikke, politiske, reguleringsmæssige, markedsmæssige og generelle økonomiske forhold. Endelig giver investeringer i udlandet en valutaeksposering, som kan have større eller mindre udsving i forhold til danske kroner – jf. næste punkt.

Valuta

Investeringer i udenlandske værdipapirer giver eksposering mod valutaer, som kan have større eller mindre udsving i forhold til danske kroner. I andelsklasser kan der være tale om andre udstedelsesvalutaer end danske kroner, og derfor skal udsvingene ses i forhold til denne valuta. Afdelinger, som investerer i danske aktier eller obligationer, har ingen direkte valutarisiko, mens afdelinger, som investerer i europæiske aktier eller obligationer, har begrænset valutarisiko. Afdelinger, som systematisk kurssikres, har en meget begrænset valutarisiko. En sådan kurssikring vil fremgå af beskrivelsen af afdelingens

investeringsområde under den enkelte afdelingsberetning. I afdelinger med andelsklasser kan der være foretaget valutaafdækning mod andet end danske kroner, f.eks. svenske kroner eller euro.

Selskabsspecifikke forhold

Værdien af en enkelt aktie og obligation kan svinge mere end det samlede marked og kan derved give et afkast, som er meget forskelligt fra markedets. Forskydninger på valutamarkedet samt lovgivningsmæssige, konkurrencemæssige, markedsmæssige og likviditetsmæssige forhold vil kunne påvirke selskabernes indtjening. Da en afdeling på investeringstidspunktet kan investere op til 10 pct. i et enkelt selskab, kan værdien af afdelingen variere kraftigt som følge af udsving i enkelte aktier og obligationer. Selskaber kan gå konkurs, hvorved investeringen heri vil være tabt.

Nye markeder/emerging markets

Begrebet »nye markeder« omfatter stort set alle lande i Latinamerika, Asien (eksklusive Japan, Hongkong og Singapore), Østeuropa og Afrika. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et aktie- og obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Et ustabil politisk system indebærer en øget risiko for pludselige og grundlæggende omvæltninger inden for økonomi og politik. For investorer kan dette eksempelvis bevirke, at aktiver nationaliseres, at rådigheden over aktiver begrænses, eller at der indføres statslige overvågnings- og kontrolmekanismer. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre

valuta ud af landet eller kan gøre det med kort varsel. Markedslikviditeten på de nye markeder kan være faldende som følge af økonomiske og politiske ændringer. Effekten kan også være mere vedvarende.

Modpartsrisiko

Ved placering i indlån, afledte finansielle instrumenter og depotbeviser som f.eks. ADRs og GDRs samt ved aftaler om aktieudlån m.v. kan der være risiko for, at modparten ikke overholder sine forpligtelser.

Event-risici

I særlige situationer, som under den globale kreditkrise i efteråret 1998 og efter terrorangrebene i New York i september 2001 samt under finanskrisen i 2008 og 2009, kan markederne blive grebet af en slags kollektiv panik, hvorunder investorernes risikoaversion stiger drastisk. Man vil da se de normale udsvingsmønstre i de forskellige finansielle markeder blive afløst af et billede præget af store kursstigninger på likvide, sikre statsobligationer og massive kursfald og kraftigt stigende kursudsving på de mere risikobetonede obligationstyper som lavt ratede virksomhedsobligationer og statsobligationer udstedt eller garanteret af stater med høj kreditrisiko. I disse situationer vil de mere risikable værdipapirer tendere til at svinge ens og modsat i forhold til mere risikofrie statsobligationer.

Særlige risici Obligationsafdelingerne

Obligationsmarkedet

Obligationsmarkedet kan blive udsat for specielle politiske eller reguleringsmæssige tiltag, som kan påvirke værdien af afdelingens investeringer. Desuden vil markedsmæssige eller generelle økonomiske forhold, herunder renteutviklingen globalt, påvirke investeringernes værdi.

Renterisiko

Renteudviklingen varierer fra region til region og skal ses i sammenhæng med blandt andet inflationsniveauet. Renteniveauet spiller en stor rolle for, hvor attraktivt det er at investere i blandt andet obligationer, samtidig med at ændringer i renteniveauet kan give kursfald/-stigninger. Når renteniveauet stiger, vil det som hovedregel betyde kursfald. Begrebet varighed udtrykker blandt andet kursrisikoen på de obligationer, der investeres i. Jo lavere varighed, desto mere kursstabile er obligationerne, hvis renten ændrer sig.

Kreditrisiko

Inden for forskellige obligationstyper – statsobligationer, realkreditobligationer, emerging markets-obligationer, kreditobligationer osv. – er der en kreditrisiko relateret til, om obligationerne modsvarer reelle værdier, og om stater, boligejere og virksomheder kan indfri deres gældsforpligtelser, herunder kan der være risiko for, at udsteder får forringet sin rating og/eller ikke kan overholde sine forpligtelser.

Særlige risici

Aktieafdelingerne

Udsving på aktiemarkedet

Aktiemarkeder kan svinge meget og kan falde væsentligt. Udsving kan blandt andet være en reaktion på selskabsspecifikke, politiske og reguleringsmæssige forhold eller en konsekvens af sektormæssige, regionale, lokale eller generelle markedsmæssige og økonomiske forhold.

Risikovillig kapital

Afkastet kan svinge meget som følge af selskabernes muligheder for at skaffe risikovillig kapital til f.eks. udvikling af nye produkter. En del af en afdelings formue kan investeres i virksomheder, hvis teknologier er helt

eller delvist nye, og hvis udbredelse kommercielt og tidsmæssigt kan være vanskelig at vurdere.

Investeringsstil

Hvis en afdeling følger en investeringsstil, der f.eks. medfører en stor andel af »små aktier« (small cap), kan afdelingen i perioder, hvor mange aktieinvestorer foretrækker »store aktier« (large cap), give et lavere afkast end aktiemarkedet generelt.

Investeringsområde

Hvis en afdeling f.eks. har mange investeringer tilknyttet klimaområdet, kan afdelingens afkast svinge meget som følge af ændringer i den politiske understøttelse af klimamaet, udsving i energi- og råvarepriser samt ændringer i videnskabelige analyser vedrørende området.

Hvis en afdeling f.eks. investerer i afrikanske aktier, skal man være opmærksom på, at dette erfaringsmæssigt er forbundet med større risiko end investering på mere udviklede aktiemarkeder. Afrikanske selskaber har ikke samme fokus på corporate governance, regnskabsstandarder, revision og gennemsigtighed, som tilfældet er for selskaber på de udviklede markeder. Dette kan være en kilde til usikkerhed om den reelle værdi af investeringen i afrikanske selskaber. Mange afrikanske aktiemarkeder er forholdsvis umodne med en lav omsætning, og på visse afrikanske aktiemarkeder har aktiehandler længere afviklingstid end i Danmark, hvor der afvikles to dage efter handelsdagen. Desuden er der risiko for, at lokale forhold kan medføre, at markeder kan være lukkede i perioder. Dette kan betyde, at der periodevis ikke kan tilbydes emission eller indløsning i afdelingen. Der kan være tilfælde, hvor afdelingens depotbank ikke kan afvikle handler i de underliggende værdipapirer som aftalt. Flere afrikanske lande

er genstand for politisk ustabilitet og korrupsion. Politiske ændringer kan påvirke prisfastsættelsen på afdelingens selskaber. Ligeledes kan der opstå social ustabilitet, der kan medføre, at et marked er lukket i en periode. Ekspropriation, begrænsning af muligheden for at hjemtage valuta samt indførelse af skatter og afgifter er eksempler på regulatoriske tiltag, der kan blive gennemført uden varsel. Desuden kan standarden i nogle afrikanske lande i forbindelse med opbevaring og registrering af værdipapirer være mindre pålidelig end i udviklede lande. Opbevaring af afdelingens værdipapirer sker under depotselskabets ansvar, idet der dog gælder sædvanlige force majeure-mæssige forbehold såsom følger af krig, oprør, naturkatastrofer og lignende. Risikoen for, at selskaber overtræder foreningens politik for samfundsansvar eller anklages herfor, må anses for at være højere for sådanne afdelinger end for foreningens øvrige afdelinger. Dette skyldes, at nogle af de afrikanske lande fortsat er politisk ustabile eller gennemgår store samfundsmæssige omvæltninger. Yderligere er forhold som social og økonomisk ulighed med til at øge risikoen for, at selskaber ikke kan leve op til sædvanlige standarder for socialt ansvar.

Særlige risici

Blandede afdelinger

Blandede afdelinger er påvirket af de faktorer, der påvirker såvel aktiesom obligationsafdelingerne.

FORENINGENS LEDELSESBERETNING 2014

Omkostninger



Helt overordnet er der tre typer af omkostninger ved at investere via en investeringsforening, nemlig den enkelte afdelings administrationsomkostninger, den enkelte afdelings handelsomkostninger og den enkelte investors egne handelsomkostninger.

Årlige omkostninger i procent – ÅOP-tallet – samler omkostningerne ved at spare op i forening i ét tal, som fremgår af nøgletalsskemaet under hvert enkelt afdelingsregnskab. Hertil kommer investors egne handelsomkostninger.

ÅOP er udviklet i en arbejdsgruppe under Finanstilsynet med deltagelse fra Konkurrencestyrelsen, Forbrugerrådet, Forbrugerstyrelsen, Finansrådet, Økonomiministeriet, Dansk Aktionærforening og Investeringsfundsbranchen.

ÅOP beregnes ud fra en investeringshorisont på syv år. Det vil sige, at ÅOP afspejler de årlige omkostninger ved at eje et givet investeringsbevis i syv år. Ved hjælp af den særlige ÅOP-beregner på danskeinvest.dk kan man imidlertid beregne omkostningerne på en anden tidshorisont for et eller flere relevante produkter.

Administrationsomkostninger

Lavest i de obligationsbaserede afdelinger

Administrationsomkostningerne er udgifterne knyttet til den løbende drift, eksempelvis porteføljevaltning/-rådgivning, formidling af andele, markedsføring, opbevaring af afdelingernes værdipapirer, bogføring, daglig beregning af indre værdi, revision, bestyrelse og alle de øvrige aktiviteter og

udgifter, der hører med til den normale drift af en investeringsforening.

Beregningsteknikken for disse omkostninger blev omlagt medio 2013 og er ændret yderligere fra 1. februar 2014, jf. omtalen i afsnittet »Tilpasning af omkostningsstruktur« side 10, uden at dette dog påvirker den enkelte afdelings samlede omkostninger.

Administrationsomkostningerne er angivet i årsregnskaberne for de enkelte afdelinger og fragår, når årets resultater gøres op. Noterne til administrationsomkostningerne viser fra 2014 primært managementhonorar og administrationshonorar.

De laveste omkostningssatser finder man i afdelinger med danske obligationer. De specialiserede aktieafdelinger er generelt dyrest at administrere. Danske Invest ligger i den billigste tredjedel blandt de danske investeringsforeninger.

Vores skøn for administrationsomkostningerne i 2015 fremgår af skemaet på side 40-41, hvor vi desuden viser de maksimale vedtægtsbestemte omkostninger for hver afdeling.

Administrationsomkostningerne bliver dækket af alle, der ejer Danske Invest-beviser. F.eks. betyder en omkostnings-sats på 1,40 pct. i afdeling Europa, at en investor, som ejede beviser, der i løbet af 2014 havde en gennemsnitlig kursværdi på 100.000 kroner, dækkede 1.400 kroner af administrationen i afdelingen.

I »Foreningens væsentligste aftaler« under fælles noter bagest i årsrapporten beskriver vi aftaleforholdene pr. 31. december 2014.

Handelsomkostninger

Handelsomkostningerne er de omkostninger, afdelingen har, når vi køber og sælger værdipapirer, og de varierer en del fra afdeling til afdeling.

To faktorer påvirker handelsomkostningerne: Dels hvor hyppigt, vi handler (omsætnings hastigheden), og dels de kurtagesatser m.v., vi handler til.

Omsætnings hastigheden i den enkelte afdeling fremgår af et nøgletal i årsregnskaberne for den enkelte afdeling.

De kurtagesatser m.v. der handles til, varierer fra afdeling til afdeling – afhængigt af investeringsområdet. Det er f.eks. dyrere at handle latinamerikanske aktier end europæiske aktier.

Handelsomkostningerne i forbindelse med den løbende porteføljepleje er trukket fra, når årets resultater er gjort op. Handelsomkostningerne bliver dækket af de respektive afdelinger og dermed investorerne.

HANDELSFORDELING

	Via Danske Banks handelsfunktioner	Via andre handelsfunktioner
Danske obligationer	29,22%	70,78%
Danske aktier	24,35%	75,65%
Udenlandske obligationer	11,79%	88,21%
Udenlandske aktier	3,28%	96,72%

Skemaet viser - opgjort i procent - hvor Danske Invest Management A/S' hovedrådgiver, Danske Capital, handlede de forvaltede foreningers aktier og obligationer i 2014.

Investors egne handelsomkostninger

Kun investorer, der køber eller sælger beviser, har denne sidste type omkostninger. Denne omfatter investorernes kurtage til eget pengeinstitut og udgifter til Værdipapircentralen. Hertil kan komme et emissionstillæg/indløsningsfradrag, såfremt der er tale om, at afdelingen udsteder henholdsvis indløser investeringsbeviser.

Emissionstillægget/indløsningsfradraget er med til at sikre, at de investorer, der køber og sælger beviser, selv dækker de omkostninger (herunder som nævnt kurtage samt andre handelsomkostninger på de nødvendige værdipapirhandler), de påfører afdelingen i den forbindelse.

ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGERNE				
	Skøn 2014	Realiseret 2014	Skøn 2015	Maksimalt vedtægtsmæssige omk. pct.
Afrika - Akkumulerende KL				
Afrika, klass SEK	1,85	1,86	1,85	2,50
Afrika, klasse NOK	1,85	1,86	1,85	2,50
Afrika - Akkumulerende, klasse DKK	1,75	1,76	1,75	2,50
Afrika, osuuslaji EUR	1,85	1,86	1,85	2,50
Bioteknologi	1,10	1,11	1,10	2,00
Danmark	1,25	1,25	1,25	1,50
Danmark - Akkumulerende	1,25	1,25	1,25	1,50
Danmark Fokus	1,55	1,55	1,55	2,00
Danmark Indeks	0,56	0,56	0,56	1,00
Danmark Indeks Small Cap	0,56	0,56	0,56	2,00
Dannebrog Mellemlange Obligationer	0,55	0,55	0,55	1,00
Danske Indeksobligationer	0,56	0,56	0,56	1,00
Danske Korte Obligationer	0,38	0,38	0,38	1,00
Danske Lange Obligationer	0,55	0,55	0,55	1,00
Euro High Yield-Obligationer	1,09	1,10	1,09	1,50
Euro High Yield-Obligationer - Akkumulerende KL				
Euro High Yield Obligasjon, klasse NOK h	1,14	1,15	1,14	1,50
Euro High Yield-Obligationer, klasse SEK h	1,14	1,14	1,14	1,50
Euro High Yield-Obligationer - Akkumulerende, klasse DKK h	1,09	1,10	1,09	1,50
Euro Investment Grade-Obligationer	0,74	0,74	0,74	1,50
Europa	1,39	1,40	1,39	2,00
Europa Fokus	1,59	1,62	1,59	2,00
Europa Fokus - Akkumulerende KL	1,59	1,61	1,59	2,00
Europa Højt Udbytte	1,59	1,64	1,59	2,00
Europa Højt Udbytte - Akkumulerende KL	1,59	1,64	1,59	2,00
Europa Indeks	0,60	0,63	0,60	1,00
Europa Indeks BNP	0,60	0,68	0,60	1,00
Europa Small Cap	1,59	1,60	1,59	2,00
Europa Valutasikret - Akkumulerende	1,39	1,41	1,39	2,00
Europæiske Obligationer	0,71	0,72	0,71	1,50
Fjernøsten	1,59	1,60	1,59	2,00
Fjernøsten Indeks	0,60	0,61	0,60	1,00
Fonde	0,55	0,55	0,55	1,00
Global Højt Udbytte ¹⁾	-	1,62	1,59	2,00
Global Indeks	0,60	0,61	0,60	1,00
Global Indeks 2	0,60	0,61	0,60	1,00
Global Indeks Valutasikret - Akkumulerende KL	0,60	0,62	0,60	1,00
Global Plus	1,59	1,60	1,59	2,00
Global StockPicking	1,59	1,60	1,59	2,00
Global StockPicking 2	1,59	1,60	1,59	2,00
Global StockPicking - Akkumulerende KL				
Global StockPicking, Klasse NOK ¹⁾	-	1,69	1,69	2,00
Global StockPicking, osuuslaji EUR	1,69	1,69	1,69	2,00
Global StockPicking - Akkumulerende, klasse DKK	1,59	1,60	1,59	2,00
Globale High Yield-Obligationer	1,19	1,19	1,19	1,50
Globale High Yield-Obligationer - Akk. KL				
Global High Yield Bonds, osuuslaji EUR W h ¹⁾	-	1,19	1,19	1,50
Global High Yield Bonds - Accumulating, class EUR h	1,19	1,20	1,19	1,50
Global High Yield Obligasjon, klasse NOK h	1,24	1,25	1,24	1,50
Global High Yield-obligationer, klasse SEK h	1,24	1,24	1,24	1,50
Globale Lange Indeksobligationer	0,64	0,65	0,64	2,00
Globale Lange Indeksobligationer - Akkumulerende KL				
Global Realrente Obligasjon, klasse NOK h	0,69	0,70	0,69	2,00
Global Realrentor, klasse SEK h	0,69	0,69	0,69	2,00
Globale Lange Indeksobligationer - Akkumulerende, klasse DKK h	0,64	0,64	0,64	2,00
Reaalikorko Maa ilma, osuuslaji EUR h	0,69	0,70	0,69	2,00
Globale Mellemlange Indeksobligationer ¹⁾	-	0,65	0,64	2,00
Globale Virksomhedsobligationer	0,99	0,99	0,99	1,50
Horisont Pension 2020 - Akkumulerende KL				
Horisont Pension 2020, klasse SEK	1,18	1,18	1,18	2,00
Horisont Pension 2030- Akkumulerende KL				

ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGERNE				
	Skøn 2014	Realiseret 2014	Skøn 2015	Maksimalt vedtægtsmæssige omk. pct.
Horisont Pension 2030, klass SEK	1,38	1,38	1,38	2,00
Horisont Pension 2040 - Akkumulerende KL				
Horisont Pension 2040, klass SEK	1,38	1,39	1,38	2,00
Horisont Rente Plus - Akkumulerende KL				
Horisont Rente Pluss, klasse NOK	0,74	0,74	0,74	1,00
Horisont Rente Pluss, klasse NOK I	0,57	0,57	0,50	1,00
Horisont Rente Pluss, klasse NOK W	0,60	0,60	0,53	1,00
Japan	1,39	1,39	1,39	2,00
Kina	1,59	1,60	1,59	2,00
KlimaTrends	1,59	1,60	1,59	2,00
Latinamerika	1,59	1,62	1,62	2,00
Latinamerika - Akkumulerende KL				
Latinamerika, klass SEK	1,69	1,73	1,73	2,00
Latinamerika, klasse NOK	1,69	1,73	1,73	2,00
Mix - Akkumulerende	1,04	1,04	1,04	2,00
Mix Defensiv - Akkumulerende	0,95	0,95	0,95	2,00
Mix Obligationer	0,80	0,80	0,80	1,50
Mix Obligationer - Akkumulerende	0,80	0,80	0,80	2,00
Mix Offensiv - Akkumulerende	1,16	1,16	1,16	2,00
Mix Offensiv Plus - Akkumulerende	1,26	1,26	1,26	2,00
Norden	1,59	1,65	1,59	2,00
Norden Indeks	0,60	0,67	0,60	1,00
Nordiske Virksomhedsobligationer - Akkumulerende KL				
Nordisk Kredittobligasjon, klasse NOK h	0,89	0,89	0,89	1,50
Nordiska Företagsobligationer, klass SEK h	0,89	0,89	0,89	1,50
Nordiske Virksomhedsobl. - Akkumulerende, kl DKK h	0,88	0,88	0,88	1,50
Pohjoisen Yrityslainat, osuuslaji EUR h	0,89	0,89	0,89	1,50
Norske Korte Obligationer - Akkumulerende KL				
Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK	0,43	0,43	0,43	1,00
Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK I	0,15	0,15	0,15	1,00
Nye Markeder	1,54	1,56	1,56	2,00
Nye Markeder - Akkumulerende KL				
Global Emerging Markets, klasse NOK ¹⁾	-	1,92	1,92	2,00
Global Emerging Markets, Osuuslaji EUR ¹⁾	-	1,92	1,92	2,00
Nye Markeder - Akkumulerende, klasse DKK	1,54	1,56	1,56	2,00
Nye Markeder Obligationer	1,04	1,04	1,04	1,50
Nye Markeder Obligationer - Akkumulerende KL				
Emerging Markets Debt Hard Currency - Acc. class EUR h	1,04	1,04	1,04	1,50
Emerging Markets Debt Hard Currency, osuuslaji EUR W h ¹⁾	-	1,04	1,04	1,50
Nye Markeder Obligasjon, klasse NOK h	1,09	1,10	1,09	1,50
Tilvækstmarkedsobligationer, klass SEK h	1,09	1,09	1,09	1,50
Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta	1,09	1,09	1,09	2,00
Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta - Akkumulerende KL				
Kehittyvät Korkomarkkinat, paikallisvaluutta, osuuslaji EUR	1,14	1,14	1,24	1,50
Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta - Akkumulerende, klasse DKK ¹⁾	-	1,09	1,09	1,50
Nye Markeder Small Cap	1,59	1,60	1,59	2,00
Teknologi	1,59	1,60	1,59	2,00
Tyskland	1,59	1,60	1,59	2,00
Udenlandske Obligationermarkeder	1,04	1,05	1,04	1,50
USA	1,39	1,39	1,39	2,00
USA - Akkumulerende KL				
USA, klass SEK	1,49	1,49	1,49	2,00
USA, klasse NOK	1,49	1,50	1,49	2,00
USA - Akkumulerende, klasse DKK h	1,39	1,39	1,39	2,00
Østeuropa	1,59	1,66	1,66	2,00
Østeuropa Konvergens	1,59	1,60	1,59	2,00

Skemaet viser administrationsomkostningerne opgjort som pct. af afdelingerne gennemsnitlige formue i løbet af året samt den vedtægtsmæssige maksimale omkostningsprocent.

¹⁾ Stiftet i 2014. Omkostningerne for 2014 er omregnet til helår.

¹⁾ Ophørt i 2014. Omkostningerne for 2014 er omregnet til helår.

Skønnet for 2015 er baseret på satser pr. 1. januar 2015 og skal derfor tages med forbehold. Flere faktorer kan betyde, at den endelige omkostningsprocent for 2015 bliver anderledes.

FORENINGENS LEDELSESBERETNING 2014

Fund governance



Bestyrelsen har vedtaget en fund governance-politik. Den vedrører den overordnede styring af rettigheder og ansvar blandt aktørerne i og omkring foreningen og investeringsforvaltningsselskabet. Politikken definerer – sammen med øvrige regler, forretningsgange og politikker – samspillet mellem investorer, bestyrelsen, direktionen og øvrige

interessenter. Politikken følger Investeringsfondsbranchens (IFB) anbefalinger på området.

Se fund governance-politikken på vores hjemmeside under http://www.danskeinvest.dk/web/show_download.hent_fra_arkiv?p_vId=fund_governance-politik.pdf

Bestyrelse og direktion

Foreningens bestyrelse består af de samme personer, som udgør bestyrelserne i de øvrige foreninger administreret af foreningens investeringsforvaltningsselskab Danske Invest Management A/S. Direktionen er ansat i investeringsforvaltningsselskabet og fungerer derigennem som direktion for alle de af selskabet administrerede foreninger.

Bestyrelsens honorar for arbejdet i foreningen i 2014 udgjorde 894.448 kroner (930.644 kroner i 2013). Bestyrelsen er ikke omfattet af optionsordninger eller lignende. Honoraret for et menigt bestyrelsesmedlem udgjorde 97.135 kroner (109.488 kroner i 2013). Næstformandsposten blev honoreret med 145.702 kroner (164.231 kroner i 2013), og formandsposten blev honoreret med 291.404 kroner (328.463 kroner i 2013).

Det samlede bestyrelseshonorar er 36.196 kroner lavere end i 2013. Honoraret er faldet, selvom bestyrelsen blev udvidet i 2014. Det skyldes formueforskydninger mellem de administrerede foreninger med samme bestyrelsessammensætning.

Bestyrelsen har fokus på at videreudanne sig, og i 2014 deltog bestyrelsen i Investeringsfondsbranchens seminar for branchens bestyrelsesmedlemmer. Seminariet omhandlede ledelsesforhold for investeringsforeninger.

Honorering af bestyrelsen og direktionen indgår i det samlede administrationshonorar, som foreningen betaler til Danske Invest Management A/S for de modtagne ydelser.

I det følgende viser vi en oversigt over bestyrelsens og direktionens øvrige hverv.

FORENINGENS LEDELSESBERETNING 2014

Overblik over bestyrelsens og direktionens øvrige hverv

BESTYRELSE

JØRN ANKÆR THOMSEN, formand

Advokat (H)

Advokatfirmaet Gorrissen Federspiel
Født 1945, indvalgt i bestyrelsen 1990

Bestyrelsesformand for:

Aktieselskabet SCHOUW & CO. samt fire datterselskaber
F.M.J. A/S samt to datterselskaber
GAM Holding A/S samt et datterselskab
Givesco A/S samt fire datterselskaber
Kildebjerg Ry A/S
Løgten Midt A/S
Søndergaard Give A/S
Th. C. Carlsen, Løgten A/S samt to datterselskaber

Næstformand for:

Jens Eskildsen og Hustru Mary Antonie Eskildsens Mindefond

Medlem af bestyrelsen for:

Dan Cake A/S
Danske Invest Management A/S
Købmand Th. C. Carlsens Mindefond
Vestas Wind Systems A/S

Direktør for:

Advokatanpartsselskabet Jørn Ankær Thomsen
Perlusus ApS

Særlige kompetencer

Jørn Ankær Thomsen har mere end 25 års erfaring som bestyrelsesformand/-medlem i såvel børsnoterede som ikke-børsnoterede selskaber. Han har desuden viden og erfaring inden for børs- og finansret.

AGNETE RAASCHOU-NIELSEN, næstformand

Direktør, lic.polit.

Født 1957, indvalgt i bestyrelsen 2003

Bestyrelsesformand for:

Arkil Holding A/S samt et datterselskab
Brdr. Hartmann A/S

Næstformand for:

Dalhoff Larsen & Horneman A/S
Novozymes A/S
Solar A/S

Medlem af bestyrelsen for:

Aktieselskabet SCHOUW & CO.
Danske Invest Management A/S
Icopal Holding A/S samt to datterselskaber

Særlige kompetencer

Agnete Raaschou-Nielsen har erfaring med bestyrelsesarbejdet fra flere finansielle virksomheder og fonde og har derigennem indblik i makroøkonomi, investeringsforhold og risikostyring, herunder investeringer i emerging markets. Hun har desuden ledelseserfaring fra rådgivningsvirksomhed og danske virksomheder med internationale aktiviteter.

LARS FOURNAIS

Direktør, cand.merc.

Født 1953, indvalgt i bestyrelsen 2004

Bestyrelsesformand for:

Aarhus Elite A/S

Medlem af bestyrelsen for:

Aarhus Havn
OK A.m.b.a
Marselisborg Gymnasium
Stibo Holding A/S samt et datterselskab

Særlige kompetencer

Lars Fournais har erfaring fra dansk og internationalt bestyrelses- og direktionsarbejde og bidrager blandt andet med viden inden for markeds- og virksomhedsanalyse, økonomi og finansiering, marketing, generel ledelse, strategiudvikling samt køb og salg af virksomheder.

BO HOLSE

Advokat (L), cand.merc.(jur.)

Advokatfirmaet Gorrissen Federspiel
Født 1971, indvalgt i bestyrelsen 2014

Bestyrelsesformand for:

Callie Invest A/S
Svend Andresens Familiefond

Medlem af bestyrelsen for:

DCH International A/S
DK Kapital A/S

Særlige kompetencer

Bo Holse har erfaring med retlig regulering af finansielle virksomheder og finansielle produkter.

BIRGITTE BRINCH MADSEN

Direktør, cand.polit.

Født 1963, indvalgt i bestyrelsen 2008

Medlem af bestyrelsen for:

DEIF A/S
Energiteknologisk Udviklings- og Demonstrationsprogram (EUDP)
Grønt Udviklings- og Demonstrationsprogram (GUDP)
Metroselskabet I/S
Nordsøfonden
Orbicon A/S

Særlige kompetencer

Birgitte Brinch Madsen har erfaring fra dansk og internationalt direktionarbejde og erfaring i at drive forretning i forskellige kulturer, herunder Kina, Mellempøsten, Afrika og Latinamerika. Herudover bidrager hun blandt andet med viden inden for makroøkonomi og international entreprenør- og konsulentvirksomhed.

WALTHER V. PAULSEN

Direktør, cand.merc.

Tidl. koncerndirektør i Carlsberg A/S
Født 1949, indvalgt i bestyrelsen 1997

Medlem af bestyrelsen for:

Arkil Holding A/S og et datterselskab
Gerda og Victor B. Strands Fond/Toms Gruppens Fond
Det Obelske Familiefond

Særlige kompetencer

Walther Paulsen har erfaring fra danske og internationalt bestyrelses- og direktionarbejde – herunder som mangeårig koncerndirektør. Han bidrager med viden inden for blandt andet økonomi og finans, strategiuudvikling og ledelse samt bankvirksomhed og forskning.

JENS PETER TOFT

Direktør, HD (R)

Selskabet af 1 1. december 2008 ApS samt toft advice aps
Født 1954, indvalgt i bestyrelsen 2008

Bestyrelsesformand for:

Mipsalus Holding ApS samt et datterselskab

Medlem af bestyrelsen for:

Biludan Gruppen A/S samt fire datterselskaber
Bitten og Mads Clausens Fond
A/S Dampskibsselskabet D F K
Enid Ingemanns Fond
Mols Linien A/S
PNO Holding A/S samt fem datterselskaber
Selskabet af 1 1. december 2008 ApS
Solar A/S

Særlige kompetencer

Jens Peter Toft har mangeårig ledelseserfaring fra den finansielle sektor. Herudover har han bred erfaring med bestyrelsesarbejde og bidrager med viden inden for kapitalmarkedstransaktioner, finansielle forhold, investering, risikostyring, generel ledelse samt børsforhold.

DIREKTION pr. 1. januar 2015

Danske Invest Management A/S:

MORTEN RASTEN

Administrerende direktør, cand.polit.

Næstformand for:

Investeringsfundsbranchen (IFB)

Medlem af bestyrelsen for:

Verdipapirfondenes forening, Norge (VVF)

FINN KJÆRGÅRD

Vicedirektør, cand.oecon.

Medlem af bestyrelsen for:

FundConnect A/S

LONE MORTENSEN

Afdelingsdirektør, cand.scient.pol.

PÅTEGNINGER

Ledespåtegning

Foreningens bestyrelse og direktion har dags dato behandlet og godkendt nærværende årsrapport for regnskabsåret sluttende 31. december 2014.

Årsrapporten er aflagt i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v.

Årsregnskaberne for de enkelte afdelinger giver et retvisende billede af de enkelte afdelingers aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultat.

Foreningens ledelsesberetning og ledelsesberetningerne for de enkelte afdelinger indeholder retvisende redegørelser for udviklingen i foreningens og afdelingernes aktiviteter og økonomiske forhold samt en beskrivelse af de væsentligste risici og usikkerhedsfaktorer, som foreningen henholdsvis afdelingerne kan påvirkes af.

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København, den 12. marts 2015.

DANSKE INVEST MANAGEMENT A/S

Direktion



Morten Rasten
Administrerende direktør

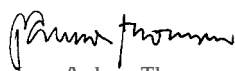


Finn Kjærgård
Vicedirektør



Lone Mortensen
Afdelingsdirektør

Bestyrelse



Jørn Ankær Thomsen
Formand



Agnete Raaschou-Nielsen
Næstformand



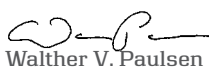
Lars Fournais



Bo Holse



Birgitte Brunch Madsen



Walther V. Paulsen



Jens Peter Toft

Den uafhængige revisors erklæringer

Til investorerne i Investeringsforeningen Danske Invest

PÅTEGNING PÅ ÅRSREGNSKABERNE

Vi har revideret årsregnskaberne for de enkelte afdelinger i Investeringsforeningen Danske Invest for regnskabsåret sluttende 31. december 2014, omfattende fælles noter samt de enkelte afdelingers resultatopgørelse, balance og noter. Årsregnskaberne for de enkelte afdelinger aflægges efter lov om investeringsforeninger m.v.

Ledelsens ansvar for årsregnskaberne

Ledelsen har ansvaret for udarbejdelsen af årsregnskaber for de enkelte afdelinger, der giver et retvisende billede i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v. Ledelsen har endvidere ansvaret for den interne kontrol, som ledelsen anser nødvendig for at udarbejde årsregnskaber for de enkelte afdelinger uden væsentlig fejlinformation, uanset at denne skyldes besvigelser eller fejl.

Revisors ansvar

Vores ansvar er at udtrykke en konklusion om årsregnskaberne for de enkelte afdelinger på grundlag af vores revision. Vi har udført revisionen i overensstemmelse med internationale standarder om revision og yderligere krav ifølge dansk revisorlovgivning. Dette kræver, at vi overholder etiske krav samt planlægger og udfører revisionen for at opnå høj grad af sikkerhed for, om årsregnskaberne for de enkelte afdelinger er uden væsentlig fejlinformation.

En revision omfatter udførelse af revisionshandlinger for at opnå revisionsbevis for beløb og oplysninger i årsregnskaberne for de enkelte afdelinger. De valgte revisionshandlinger afhænger af revisors vurdering, herunder vurderingen af risici for væsentlig fejlinformation i årsregnskaberne for de enkelte afdelinger, uanset om denne skyldes besvigel-

ser eller fejl. Ved risikovurderingen overvejer revisor intern kontrol, der er relevant for foreningens udarbejdelse af årsregnskaber for de enkelte afdelinger, der giver et retvisende billede. Formålet hermed er at udforme revisionshandlinger, der er passende efter omstændighederne, men ikke at udtrykke en konklusion om effektiviteten af foreningens interne kontrol. En revision omfatter endvidere vurdering af, om ledelsens valg af regnskabspraksis er passende, om ledelsens regnskabsmæssige skøn er rimelige samt den samlede præsentation af årsregnskaberne for de enkelte afdelinger.

Det er vores opfattelse, at det opnåede revisionsbevis er tilstrækkeligt og egnet som grundlag for vores konklusion.

Revisionen har ikke givet anledning til forbehold.

Konklusion

Det er vores opfattelse, at årsregnskaberne giver et retvisende billede af de enkelte afdelingers aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2014 samt af resultatet af de enkelte afdelingers aktiviteter for regnskabsåret sluttende 31. december 2014 i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v.

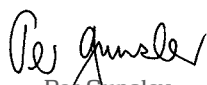
UDTALELSE OM LEDELSESBERETNINGEN

Vi har i henhold til lov om investeringsforeninger m.v. gennemlæst foreningens ledelsesberetning og ledelsesberetningerne for de enkelte afdelinger. Vi har ikke foretaget yderligere handlinger i tillæg til den udførte revision af årsregnskaberne for de enkelte afdelinger. Det er på denne baggrund vores opfattelse, at oplysningerne i foreningens ledelsesberetning og ledelsesberetningerne for de enkelte afdelinger er i overensstemmelse med årsregnskaberne for de enkelte afdelinger.

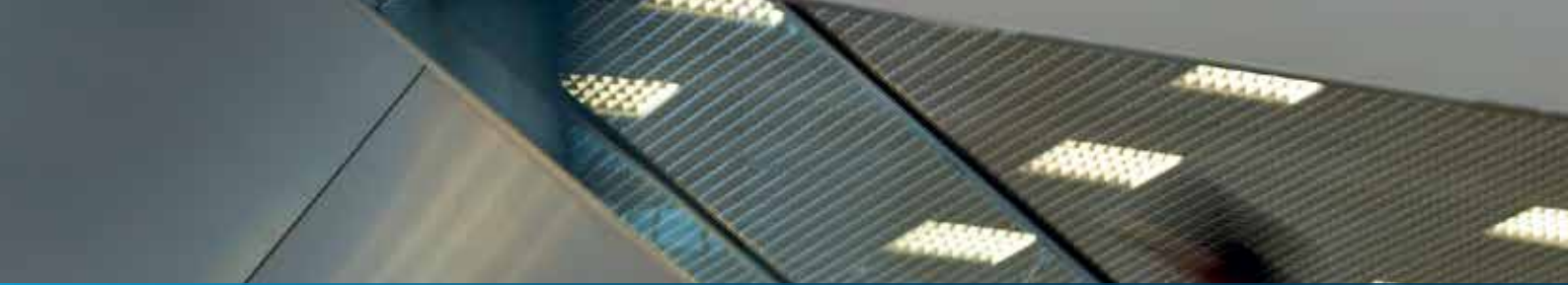
København, den 12. marts 2015.

ERNST & YOUNG

Godkendt Revisionspartnerselskab


Per Günslev
Statsaut. revisor


Ole Karstensen
Statsaut. revisor



A photograph of a modern office interior, featuring a glass and metal structure, possibly an escalator or a large atrium. The image is overlaid with a semi-transparent blue rectangle. The text is centered within this rectangle.

AFDELINGERNES
LEDELSESBERETNINGER
OG ÅRSREGNSKABER

AFRIKA – AKKUMULERENDE KL



Investerer i afrikanske aktier. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Afdelingen udbydes i fire andelsklasser:

- Afrika, klass SEK
- Afrika, klasse NOK
- Afrika – Akkumulerende, klasse DKK h
- Afrikka, osuuslaji (EUR)

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på de følgende sider.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes også på de følgende sider.

Nøgletal for indre værdier, afkast og omkostninger m.m. beregnes for hver klasse.

AFRIKA – AKKUMULERENDE KL

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	37	128
2 Renteudgifter	9	3
3 Udbytter	10.276	13.811
I alt renter og udbytter	10.303	13.936
Kursgevinster og -tab:		
Kapitalandele	9.886	÷27.633
Valutakonti	1.119	241
Øvrige aktiver/passiver	10	÷21
5 Handelsomkostninger	÷1.388	÷1.535
I alt kursgevinster og -tab	9.626	÷28.948
I alt indtægter	19.929	÷15.012
6 Administrationsomkostninger	6.008	5.673
Resultat før skat	13.921	÷20.685
7 Skat	1.122	1.301
Årets nettoresultat	12.799	÷21.986
Overført til formuen	12.799	÷21.986

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	23.378	29.292
I alt likvide midler	23.378	29.292
Kapitalandele:		
Not. aktier fra udl. selskaber	292.747	302.858
I alt kapitalandele	292.747	302.858
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter; udbytter m.m.	290	0
I alt andre aktiver	290	0
Aktiver i alt	316.415	332.150
PASSIVER		
8 Medlemmernes formue	314.542	330.665
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	254	1.477
Mellemvær. vedr. handelsafv.	1.619	8
I alt anden gæld	1.873	1.485
Passiver i alt	316.415	332.150

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Nettoresultat (t.DKK)*	-	3.414	34.956	÷21.986	12.799
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	0,00	0,20	0,42	0,27
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	187.893	253.932	330.665	314.542

* 2011 dækker en periode på mindre end 12 måneder

AFRIKA – AKKUMULERENDE KL

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE
(FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	37	123
Andre renteindtægter	0	5
I alt renteindtægter	37	128

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2014	2013
Andre renteudgifter	9	3
I alt renteudgifter	9	3

NOTE 3: UDBYTTET I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	10.276	13.811
I alt udbytter	10.276	13.811

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	9.886	÷27.633
Valutakonti	1.119	241
Øvrige aktiver/passiver	10	÷21
Handelsomkostninger	÷1.388	÷1.535
I alt kursgevinster og -tab	9.626	÷28.948

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷1.864	÷2.422
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	476	887
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷1.388	÷1.535

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	2
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	2
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	1
Markedsføringsomkostninger	0	0	1.284	74
Gebyrer til depotselskab	0	0	208	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	1.247	7
Øvrige omkostninger	42	11	20	27
Managementhonorar	5.367	0	2.719	0
Fast administrationshonorar	588	0	81	0
I alt opdelte adm.omk.	5.996	11	5.559	114
I alt adm.omkostninger		6.008		5.673

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den af tale og den sammensætning af honorarerne m.v., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	1.122	1.301
I alt skat	1.122	1.301

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo		330.665		253.932
Emissioner i året		56.570		128.779
Indløsninger i året		÷86.377		÷30.561
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		884		501
Overførsel af periodens resultat		12.799		÷21.986
I alt medlemmernes formue		314.542		330.665

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	93,1	91,6
I alt finansielle instrumenter	93,1	91,6
Øvrige aktiver og passiver	6,9	8,4
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallevej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

AFRIKA, KLASS SEK

Andelsklasse under Afrika – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk

Risikoprofil

Andelsklassen investerer fortrinsvis i aktier, der handles på markedspladser i Afrika, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Afrika, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Afrika. En mindre andel kan investeres i værdipapirer med relation til Afrika. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på afrikanske aktier og er erfaringsmæssigt forbundet med større risiko end investering på mere udviklede aktiemarkeder. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, nye markeder/emerging markets, risici tilknyttet investeringsområdet, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 6 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2014 et afkast på 10,93 pct. målt i SEK. Til sammenligning er det afrikanske marked steget med 20,21 pct. i SEK. Andelsklassens afkast for hele 2014 var således mindre tilfredsstillende sammenlignet med markedet og konkurrenter, men har mere end indfriet vores forventninger om positivt afkast. Andelsklassen fik pr. 1. juli

et benchmark, og afkast efter denne dato har også været mindre tilfredsstillende i forhold til dette benchmark og konkurrenterne.

Markedet

De afrikanske markeder klarede sig generelt godt i 2014. Det egyptiske aktiemarked steg kraftigt, da den øgede politiske stabilitet løftede markedsstemningen. Det kenyanske marked leverede solide afkast primært drevet af de helt store aktier, som steg pænt oven på pæne selskabsresultater. Marokko klarede sig også pænt med store stigninger i en række større selskaber, som var med til at løfte markedet som helhed. Der var gode gevinster at hente på det sydafrikanske aktiemarked, primært drevet af forbrugerrelaterede selskaber, som har nydt godt af faldende inflationsforventninger. Det nigerianske marked faldt derimod kraftigt i 2014, hvilket i vid udstrækning skyldtes udsigten til en svækket naira, den nigerianske valuta, og en efterfølgende devaluering af denne.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 9,28 procentpoint lavere end stigningen i markedet. På sektorplan bidrog telekommunikation mest til det relative afkast, hvilket i høj grad skyldtes vores overvægt i selskabet Safaricom. Safaricom klarede sig godt i hele 2014 på baggrund af ekstraordinær vækst inden for mobilbankydelse og dataplatforme. Derimod kom de største negative bidrag fra vores overvægt i finanssektoren som følge af vores positioner i nigerianske banker. Den nigerianske banksektor løb ind i tilsynsmæssige udfordringer, da landets centralbank hævede kapitalkravene for både offentlige og private indskud. Den faldende oliepris og efterfølgende devaluering af nairaen var også med til at tynde sektoren.

På aktieniveau var to af de største bidragsydere til det relative afkast vores undervægt i FBN Holdings og vores fravalg af United Bank for Africa. Begge banker var påvirket af stramme tilsynsmæssige krav i Nigeria samt svækkelsen af landets valuta. Vores position i Tiger Brands bidrog også til det relative afkast, da aktiens gode udvikling primært kunne

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: November 2012
Risikoindeksator [1-7]: 6
Benchmark: 35% MSCI EM South Africa including net dividends measured in SEK 65% MSCI EFM Africa ex South Africa including net dividends measured in SEK
Fondskode: DK0060485951
Porteføljeraðgiver: Investec

LANDEFORDELING

Syd Afrika	35,0%
Nigeria	21,3%
Eqypten	16,1%
Kenya	10,1%
Marokko	8,2%
Øvrige inkl. likvide	9,3%

NØGLETAL

Active share	38,00
--------------	-------

AFRIKA, KLASS SEK

Andelsklasse under Afrika – Akkumulerende KL

henføres til solide resultater, faldende råvareomkostninger og lavere inflation. De største negative bidrag til det relative afkast kom fra vores overvægt i Africa Oil Corp og Afren, som begge blev ramt af de kraftigt faldende oliepriser. Vores overvægt i Flour Mills of Nigeria trak også ned i resultatet, da selskabet offentliggjorde en række skuffende resultatmeddelelser, der kunne henføres til vanskelige forhold for privatforbruget samt højere driftsomkostninger.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Udviklingen i den globale økonomi er efter vores mening fortsat skrøbelig. Amerikansk økonomi styrkes fortsat, men lande som Kina og Japan samt euroområdet står med en række makroøkonomiske udfordringer. Situationen kan medføre divergens i pengepolitikken globalt, hvilket igen kan afstedkomme øget udsving i aktiemarkederne. Da det i stigende grad anses for sandsynligt, at USA vil hæve renten i 2015, vil pengepolitikken i Afrika måske blive strammet, hvilket kan medføre pengeudstrømning fra kontinentet. Den lave oliepris lægger fortsat pres på Nigeria, hvor andelsklassen har sin næststørste absolutte eksponering, og trods den nylige devaluering af nairaen, er der stadigvæk risiko for en yderligere svækkelse af valutaen. På den anden side bør den lave oliepris gavne olieimporterende lande som Kenya, Egypten og Sydafrika, som er tre af andelsklassens fire største investeringslande. Det bør være godt nyt for landenes respektive betalingsbalancer, mens forbrugerrelaterede selskaber bør drage fordel af udsigten til lavere inflation på kort sigt. Det egyptiske pund risikerer også at komme under pres som følge af landets betalingsbalance, og vi vurderer, at landets centralbank måske vil overveje en afmålt svækkelse af valutaen. Egypten er andelsklassen tredjestørste investeringsland.

Forventninger til markedet samt strategi

Global pengepolitisk divergens, svag global vækst og svingende råvarepriser risikerer at føre til markedsudsving i

2015, og her vil valget af enkeltaktier være af central betydning. Derfor fortsætter vi med at fokusere på gode virksomheder med attraktiv værdiansættelse og en stærk ledelse. Grundlæggende analysearbejde og lokalt kendskab er nøglen til vores aktieudvælgelsesproces, og andelsklassen afspejler de positioner, som vi har størst tro på. Vi har en lang investeringshorisont, hvilket er afgørende for at realisere værdien for vores kunder.

I lyset af den seneste udvikling i Nigeria har vi reduceret vores eksponering i landet. Vi mener dog, at udvalgte nigerianske aktier er billige, særligt i den finansielle sektor. Fremadrettet vil en stabil naira og et velgennemført præsidentvalg kunne give en bedre platform for en god udvikling i nigerianske aktier. Hvis udviklingen går den anden vej, kan det dog lægge yderligere pres på landets aktier. Vi vil fortsat holde øje med situationen i landet. Set i lyset af de beskedne vækstforventninger til Sydafrika udvælger vi fortsat sydafrikanske kvalitetsselskaber, som udnytter de vækstmuligheder, der ligger i kontinentet som helhed. Vi forventer stigende investeringer, herunder i infrastruktur, i Egypten som følge af stabiliseringen af den politiske situation, og andelsklassen står stærkt med hensyn til at drage fordel heraf. Viften af investeringsmuligheder blev udvidet i 2014, og vi forventer yderligere forbedringer i 2015 med en række mulige børsnoteringer. Vi vil fortsat afsøge markedet for investeringsmuligheder og har øget vores likviditet med henblik på at udnytte sådanne muligheder i 2015.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

AFRIKA, KLASS SEK

Andelsklasse under Afrika – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSEN

Denne note viser noteoplysninger, som er specifikke for den enkelte andelsklasse.

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast i SEK [pct.]*	-	-	1,47	÷3,25	10,93
Indre værdi [SEK pr. andel]	-	-	101,47	98,17	108,90
Nettoresultat [t. DKK]*	-	-	441	÷1.383	718
Administrationsomkostninger [pct.]	-	-	1,89	1,88	1,86
Medlemmernes formue [t.DKK]	-	-	20.989	24.907	33.556
Antal andele	-	-	237.779	300.962	391.969
Stykstørrelse i SEK	-	-	100	100	100

* 2012 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014	1.1.-31.12.2013
Andel af resultat af fællesporteføljen	1.289	÷1.066
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	571	317
Klassens resultat	718	÷1.383
Finansielle instrumenter i pct	2014	2013
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2014	2013
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	24.907	20.989
Emissioner i året	16.588	6.630
Indløsninger i året	÷8.814	÷1.362
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	157	32
Overførsel af periodens resultat	718	÷1.383
Medlemmernes formue ultimo	33.556	24.907
Antal andele		
Andele primo året	300.962	237.779
Emissioner i året	192.431	79.972
Indløsninger i året	÷101.424	÷16.789
Andele ultimo året	391.969	300.962

AFRIKA, KLASSE NOK

Andelsklasse under Afrika – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk

Risikoprofil

Andelsklassen investerer fortrinsvis i aktier, der handles på markedspladser i Afrika, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Afrika, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Afrika. En mindre andel kan investeres i værdipapirer med relation til Afrika. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på afrikanske aktier og er erfaringsmæssigt forbundet med større risiko end investering på mere udviklede aktiemarkeder. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, nye markeder/emerging markets, risici tilknyttet investeringsområdet, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 6 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2014 et afkast på 12,65 pct. målt i NOK Til sammenligning er det afrikanske marked steget med 21,89 pct. i NOK, Andelsklassens afkast for hele 2014 var således mindre tilfredsstillende sammenlignet med markedet og konkurrenter, men har mere end indfriet vores forventninger om positivt afkast. Andelsklassen fik pr. 1. juli

et benchmark, og afkast efter denne dato har også været mindre tilfredsstillende i forhold til dette benchmark og konkurrenterne.

Markedet

De afrikanske markeder klarede sig generelt godt i 2014. Det egyptiske aktiemarked steg kraftigt, da den øgede politiske stabilitet løftede markedsstemningen. Det kenyanske marked leverede solide afkast primært drevet af de helt store aktier, som steg pænt oven på pæne selskabsresultater. Marokko klarede sig også pænt med store stigninger i en række større selskaber, som var med til at løfte markedet som helhed. Der var gode gevinster at hente på det sydafrikanske aktiemarked, primært drevet af forbrugerrelaterede selskaber, som har nydt godt af faldende inflationsforventninger. Det nigerianske marked faldt derimod kraftigt i 2014, hvilket i vid udstrækning skyldtes udsigten til en svækket naira, den nigerianske valuta, og en efterfølgende devaluering af denne.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 9,24 procentpoint lavere end stigningen i markedet. På sektorplan bidrog telekommunikation mest til det relative afkast, hvilket i høj grad skyldtes vores overvægt i selskabet Safaricom. Safaricom klarede sig godt i hele 2014 på baggrund af ekstraordinær vækst inden for mobilbankydelse og dataplatforme. Derimod kom de største negative bidrag fra vores overvægt i finanssektoren som følge af vores positioner i nigerianske banker. Den nigerianske banksektor løb ind i tilsynsmæssige udfordringer, da landets centralbank hævede kapitalkravene for både offentlige og private indskud. Den faldende oliepris og efterfølgende devaluering af nairaen var også med til at tynde sektoren.

På aktieniveau var to af de største bidragsydere til det relative afkast vores undervægt i FBN Holdings og vores fravalg af United Bank for Africa. Begge banker var påvirket af stramme tilsynsmæssige krav i Nigeria samt svækkelsen af landets valuta. Vores position i Tiger Brands bidrog også til det relative afkast, da aktiens gode udvikling primært kunne

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Oktober 2013

Risikoindikator [1-7]: 6

Benchmark: 35% MSCI EM South Africa including net dividends measured in NOK 65% MSCI EFM Africa ex South Africa including net dividends measured in NOK

Fondskode: DK0060516938

Porteføljeradgiver: Investec

LANDEFORDELING

Syd Afrika	35,0%
Nigeria	21,3%
Eqypten	16,1%
Kenya	10,1%
Marokko	8,2%
Øvrige inkl. likvide	9,3%

NØGLETAL

Active share 38,00

AFRIKA, KLASSE NOK

Andelsklasse under Afrika – Akkumulerende KL

henføres til solide resultater, faldende råvareomkostninger og lavere inflation. De største negative bidrag til det relative afkast kom fra vores overvægt i Africa Oil Corp og Afren, som begge blev ramt af de kraftigt faldende oliepriser. Vores overvægt i Flour Mills of Nigeria trak også ned i resultatet, da selskabet offentliggjorde en række skuffende resultatmeddelelser, der kunne henføres til vanskelige forhold for privatforbruget samt højere driftsomkostninger.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Udviklingen i den globale økonomi er efter vores mening fortsat skrøbelig. Amerikansk økonomi styrkes fortsat, men lande som Kina og Japan samt euroområdet står med en række makroøkonomiske udfordringer. Situationen kan medføre divergens i pengepolitikken globalt, hvilket igen kan afstedkomme øget udsving i aktiemarkedene. Da det i stigende grad anses for sandsynligt, at USA vil hæve renten i 2015, vil pengepolitikken i Afrika måske blive strammet, hvilket kan medføre pengeudstrømning fra kontinentet. Den lave oliepris lægger fortsat pres på Nigeria, hvor andelsklassen har sin næststørste absolutte eksponering, og trods den nylige devaluering af nairaen, er der stadigvæk risiko for en yderligere svækkelse af valutaen. På den anden side bør den lave oliepris gavne olieimporterende lande som Kenya, Egypten og Sydafrika, som er tre af andelsklassens fire største investeringslande. Det bør være godt nyt for landenes respektive betalingsbalancer, mens forbrugerrelaterede selskaber bør drage fordel af udsigten til lavere inflation på kort sigt. Det egyptiske pund risikerer også at komme under pres som følge af landets betalingsbalance, og vi vurderer, at landets centralbank måske vil overveje en afmålt svækkelse af valutaen. Egypten er andelsklassen tredjestørste investeringsland.

Forventninger til markedet samt strategi

Global pengepolitisk divergens, svag global vækst og svingende råvarepriser risikerer at føre til markedsudsving

i 2015, og her vil valget af enkeltaktier være af central betydning. Derfor fortsætter vi med at fokusere på gode virksomheder med attraktiv værdiansættelse og en stærk ledelse. Grundlæggende analysearbejde og lokalt kendskab er nøglen til vores aktieudvælgelsesproces, og andelsklassen afspejler de positioner, som vi har størst tro på. Vi har en lang investeringshorisont, hvilket er afgørende for at realisere værdien for vores kunder.

I lyset af den seneste udvikling i Nigeria har vi reduceret vores eksponering i landet. Vi mener dog, at udvalgte nigerianske aktier er billige, særligt i den finansielle sektor. Fremadrettet vil en stabil naira og et velgennemført præsidentvalg kunne give en bedre platform for en god udvikling i nigerianske aktier. Hvis udviklingen går den anden vej, kan det dog lægge yderligere pres på landets aktier. Vi vil fortsat holde øje med situationen i landet. Set i lyset af de beskedne vækstforventninger til Sydafrika udvælger vi fortsat sydafrikanske kvalitetsselskaber, som udnytter de vækstmuligheder, der ligger i kontinentet som helhed. Vi forventer stigende investeringer, herunder i infrastruktur, i Egypten som følge af stabiliseringen af den politiske situation, og andelsklassen står stærkt med hensyn til at drage fordel heraf. Viften af investeringsmuligheder blev udvidet i 2014, og vi forventer yderligere forbedringer i 2015 med en række mulige børsnoteringer. Vi vil fortsat afsøge markedet for investeringsmuligheder og har øget vores likviditet med henblik på at udnytte sådanne muligheder i 2015.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

AFRIKA, KLASSE NOK

Andelsklasse under Afrika – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSEN

Denne note viser noteoplysninger, som er specifikke for den enkelte andelsklasse.

NØGLETAL	-	-	-	2013	2014
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	1,52	12,65
Indre værdi (NOK pr. andel)	-	-	-	101,52	114,36
Nettoresultat (t. DKK)*	-	-	-	÷108	623
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	1,86	1,86
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	15.026	18.538
Antal andele	-	-	-	165.852	197.498
Stykstørrelse i NOK	-	-	-	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014	29.10.-31.12.2013
Andel af resultat af fællesporteføljen	951	÷63
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	328	45
Klassens resultat	623	÷108
Finansielle instrumenter i pct	2014	2013
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2014	2013
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	15.026	0
Emissioner i året	3.108	15.205
Indløsninger i året	÷239	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	21	÷71
Overførsel af periodens resultat	623	÷108
Medlemmernes formue ultimo	18.538	15.026
Antal andele		
Andele primo året	165.852	0
Emissioner i året	34.226	165.852
Indløsninger i året	÷2.580	0
Andele ultimo året	197.498	165.852

AFRIKA – AKKUMULERENDE, KLASSE DKK

Andelsklasse under Afrika – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk

Risikoprofil

Andelsklassen investerer fortrinsvis i aktier, der handles på markedspladser i Afrika, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Afrika, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Afrika. En mindre andel kan investeres i værdipapirer med relation til Afrika. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på afrikanske aktier og er erfaringsmæssigt forbundet med større risiko end investering på mere udviklede aktiemarkeder.

Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, nye markeder/emerging markets, risici tilknyttet investeringsområdet, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 6 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2014 et afkast på 3,76 pct. Til sammenligning er det afrikanske marked steget med 12,10 pct. Andelsklassens afkast for hele 2014 var således mindre tilfredsstillende sammenlignet med markedet og konkurrenter, men har indfriet vores forventninger om positivt afkast. Andelsklassen fik pr. 1. juli et benchmark, og afkast efter denne dato har også været mindre tilfredsstillende i forhold til dette benchmark og konkurrenterne.

Markedet

De afrikanske markeder klarede sig generelt godt i 2014. Det egyptiske aktiemarked steg kraftigt, da den øgede politiske stabilitet løftede markedsstemningen. Det kenyanske marked leverede solide afkast primært drevet af de helt store aktier, som steg pænt oven på pæne selskabsresultater. Marokko klarede sig også pænt med store stigninger i en række større selskaber, som var med til at løfte markedet som helhed. Der var gode gevinster at hente på det sydafrikanske aktiemarked, primært drevet af forbrugerrelaterede selskaber, som har nydt godt af faldende inflationsforventninger. Det nigerianske marked faldt derimod kraftigt i 2014, hvilket i vid udstrækning skyldtes udsigten til en svækket naira, den nigerianske valuta, og en efterfølgende devaluering af denne.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 8,34 procentpoint lavere end stigningen i markedet. På sektorplan bidrog telekommunikation mest til det relative afkast, hvilket i høj grad skyldtes vores overvægt i selskabet Safaricom. Safaricom klarede sig godt i hele 2014 på baggrund af ekstraordinær vækst inden for mobilbankydelse og dataplatforme. Derimod kom de største negative bidrag fra vores overvægt i finanssektoren som følge af vores positioner i nigerianske banker. Den nigerianske banksektor løb ind i tilsynsmæssige udfordringer, da landets centralbank hævede kapitalkravene for både offentlige og private indskud. Den faldende oliepris og efterfølgende devaluering af nairaen var også med til at tynde sektoren.

På aktieniveau var to af de største bidragsydere til det relative afkast vores undervægt i FBN Holdings og vores fravalg af United Bank for Africa. Begge banker var påvirket af stramme tilsynsmæssige krav i Nigeria samt svækkelsen af landets valuta. Vores position i Tiger Brands bidrog også til det relative afkast, da aktiens gode udvikling primært kunne henføres til solide resultater, faldende råvareomkostninger og lavere inflation. De største negative bidrag til det relative afkast kom fra vores overvægt i Africa Oil Corp og Afren, som begge blev ramt af de kraftigt faldende oliepriser. Vores overvægt i Flour Mills of Nigeria trak også ned i resultatet, da

ANDELSKLASSENS PROFIL

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: December 2011
Risikoindeksator [1-7]: 6
Benchmark: 35% MSCI EM South Africa including net dividends measured in DKK 65% MSCI EFM Africa ex South Africa including net dividends measured in DKK
Fondskode: DK0060356715
Porteføljeraðgiver: Investec

LANDEFORDELING

Syd Afrika	35,0%
Nigeria	21,3%
Egypten	16,1%
Kenya	10,1%
Marokko	8,2%
Øvrige inkl. likvide	9,3%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,46
Standardafvigelse	10,77
Active share	38,00

Måleperiode: Nov. 2011 til dec. 2014

AFRIKA – AKKUMULERENDE, KLASSE DKK

Andelsklasse under Afrika – Akkumulerende KL

selskabet offentliggjorde en række skuffende resultatmeddelelser, der kunne henføres til vanskelige forhold for privatforbruget samt højere driftsomkostninger.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Udviklingen i den globale økonomi er efter vores mening fortsat skrøbelig. Amerikansk økonomi styrkes fortsat, men lande som Kina og Japan samt euroområdet står med en række makroøkonomiske udfordringer. Situationen kan medføre divergens i pengepolitikken globalt, hvilket igen kan afstedkomme øget udsving i aktiemarkedene. Da det i stigende grad anses for sandsynligt, at USA vil hæve renten i 2015, vil pengepolitikken i Afrika måske blive strammet, hvilket kan medføre pengeudstrømning fra kontinentet. Den lave oliepris lægger fortsat pres på Nigeria, hvor andelsklassen har sin næststørste absolutte eksponering, og trods den nylige devaluering af nairaen, er der stadigvæk risiko for en yderligere svækkelse af valutaen. På den anden side bør den lave oliepris gavne olieimporterende lande som Kenya, Egypten og Sydafrika, som er tre af andelsklassens fire største investeringslande. Det bør være godt nyt for landenes respektive betalingsbalancer, mens forbrugerrelaterede selskaber bør drage fordel af udsigten til lavere inflation på kort sigt. Det egyptiske pund risikerer også at komme under pres som følge af landets betalingsbalance, og vi vurderer, at landets centralbank måske vil overveje en afmålt svækkelse af valutaen. Egypten er andelsklassen tredjestørste investeringsland.

Forventninger til markedet samt strategi

Global pengepolitisk divergens, svag global vækst og svingende råvarepriser risikerer at føre til markedsudsving i 2015, og her vil valget af enkeltaktier være af central betydning. Derfor fortsætter vi med at fokusere på gode virksomheder med attraktiv værdiansættelse og en stærk

ledelse. Grundlæggende analysearbejde og lokalt kendskab er nøglen til vores aktieudvælgelsesproces, og andelsklassen afspejler de positioner, som vi har størst tro på. Vi har en lang investeringshorisont, hvilket er afgørende for at realisere værdien for vores kunder.

I lyset af den seneste udvikling i Nigeria har vi reduceret vores eksponering i landet. Vi mener dog, at udvalgte nigerianske aktier er billige, særligt i den finansielle sektor. Fremadrettet vil en stabil naira og et velgennemført præsidentvalg kunne give en bedre platform for en god udvikling i nigerianske aktier. Hvis udviklingen går den anden vej, kan det dog lægge yderligere pres på landets aktier. Vi vil fortsat holde øje med situationen i landet. Set i lyset af de beskudne vækstforventninger til Sydafrika udvælger vi fortsat sydafrikanske kvalitetsselskaber, som udnytter de vækstmuligheder, der ligger i kontinentet som helhed. Vi forventer stigende investeringer, herunder i infrastruktur, i Egypten som følge af stabiliseringen af den politiske situation, og andelsklassen står stærkt med hensyn til at drage fordel heraf. Viften af investeringsmuligheder blev udvidet i 2014, og vi forventer yderligere forbedringer i 2015 med en række mulige børsnoteringer. Vi vil fortsat afsøge markedet for investeringsmuligheder og har øget vores likviditet med henblik på at udnytte sådanne muligheder i 2015.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

AFRIKA – AKKUMULERENDE, KLASSE DKK

Andelsklasse under Afrika – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSEN

Denne note viser noteoplysninger, som er specifikke for den enkelte andelsklasse.

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)*	-	2,12	18,17	÷6,13	3,76
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	102,12	120,67	113,27	117,53
Nettoresultat (t. DKK)*	-	3.414	33.458	÷15.044	7.221
Administrationsomkostninger (pct.)	-	1,81	1,79	1,76	1,76
ÅOP	-	2,70	2,44	2,69	2,51
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	187.893	207.564	220.266	179.599
Antal andele	-	1.840.000	1.720.050	1.944.600	1.528.130
Stykstørrelse i DKK	-	100	100	100	100

* 2011 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014	1.1.-31.12.2013
Andel af resultat af fællesporteføljen	10.631	÷12.088
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	3.410	2.955
Klassens resultat	7.221	÷15.044
Finansielle instrumenter i pct	2014	2013
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2014	2013
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	220.266	207.564
Emissioner i året	923	47.954
Indløsninger i året	÷49.121	÷20.478
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	311	270
Overførsel af periodens resultat	7.221	÷15.044
Medlemmernes formue ultimo	179.599	220.266
Antal andele		
Andele primo året	1.944.600	1.720.050
Emissioner i året	8.000	408.500
Indløsninger i året	÷424.470	÷183.950
Andele ultimo året	1.528.130	1.944.600

AFRIKKA, OSUUSLAJI EUR

Andelsklasse under Afrika – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk

Risikoprofil

Andelsklassen investerer fortrinsvis i aktier, der handles på markedspladser i Afrika, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Afrika, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Afrika. En mindre andel kan investeres i værdipapirer med relation til Afrika. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på afrikanske aktier og er erfaringsmæssigt forbundet med større risiko end investering på mere udviklede aktiemarkeder. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, nye markeder/emerging markets, risici tilknyttet investeringsområdet, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 6 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2014 et afkast på 4,09 pct. i EUR. Til sammenligning er det afrikanske marked steget med 12,31 pct. i EUR. Andelsklassens afkast for hele 2014 var således mindre tilfredsstillende sammenlignet med markedet og konkurrenter, men har indfriet vores forventninger om positivt afkast. Andelsklassen fik pr. 1. juli et benchmark, og afkast efter denne dato har også været mindre tilfredsstillende i forhold til dette benchmark og konkurrenterne.

Markedet

De afrikanske markeder klarede sig generelt godt i 2014. Det egyptiske aktiemarked steg kraftigt, da den øgede politiske stabilitet løftede markedsstemningen. Det kenyanske marked leverede solide afkast primært drevet af de helt store aktier, som steg pænt oven på pæne selskabsresultater. Marokko klarede sig også pænt med store stigninger i en række større selskaber, som var med til at løfte markedet som helhed. Der var gode gevinster at hente på det sydafrikanske aktiemarked, primært drevet af forbrugerrelaterede selskaber, som har nydt godt af faldende inflationsforventninger. Det nigerianske marked faldt derimod kraftigt i 2014, hvilket i vid udstrækning skyldtes udsigten til en svækket naira, den nigerianske valuta, og en efterfølgende devaluering af denne.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 8,22 procentpoint lavere end stigningen i markedet. På sektorplan bidrog telekommunikation mest til det relative afkast, hvilket i høj grad skyldtes vores overvægt i selskabet Safaricom. Safaricom klarede sig godt i hele 2014 på baggrund af ekstraordinær vækst inden for mobilbankydelse og dataplatforme. Derimod kom de største negative bidrag fra vores overvægt i finanssektoren som følge af vores positioner i nigerianske banker. Den nigerianske banksektor løb ind i tilsynsmæssige udfordringer, da landets centralbank hævede kapitalkravene for både offentlige og private indskud. Den faldende oliepris og efterfølgende devaluering af nairaen var også med til at tynde sektoren.

På aktieniveau var to af de største bidragsydere til det relative afkast vores undervægt i FBN Holdings og vores fravalg af United Bank for Africa. Begge banker var påvirket af stramme tilsynsmæssige krav i Nigeria samt svækkelsen af landets valuta. Vores position i Tiger Brands bidrog også til det relative afkast, da aktiens gode udvikling primært kunne henføres til solide resultater, faldende råvareomkostninger og lavere inflation. De største negative bidrag til det relative afkast kom fra vores overvægt i Africa Oil Corp og Afren, som begge blev ramt af de kraftigt faldende oliepriser. Vores overvægt i Flour Mills of Nigeria trak også ned i resultatet, da

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: November 2012

Risikoindikator (1-7): 6

Benchmark: 35% MSCI EM South Africa including net dividends measured in EUR
65% MSCI EFM Africa ex South Africa including net dividends measured in EUR

Fondskode: DK0060485365

Porteføljerådgiver: Investec

LANDEFORDELING

Syd Afrika	35,0%
Nigeria	21,3%
Egypten	16,1%
Kenya	10,1%
Marokko	8,2%
Øvrige inkl. likvide	9,3%

NØGLETAL

Active share 38,00

AFRIKKA, OSUUSLAJI EUR

Andelsklasse under Afrika – Akkumulerende KL

selskabet offentliggjorde en række skuffende resultatmeddelelser, der kunne henføres til vanskelige forhold for privatforbruget samt højere driftsomkostninger.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Udviklingen i den globale økonomi er efter vores mening fortsat skrøbelig. Amerikansk økonomi styrkes fortsat, men lande som Kina og Japan samt euroområdet står med en række makroøkonomiske udfordringer. Situationen kan medføre divergens i pengepolitikken globalt, hvilket igen kan afstedkomme øget udsving i aktiemarkedene. Da det i stigende grad anses for sandsynligt, at USA vil hæve renten i 2015, vil pengepolitikken i Afrika måske blive strammet, hvilket kan medføre pengeudstrømning fra kontinentet. Den lave oliepris lægger fortsat pres på Nigeria, hvor andelsklassen har sin næststørste absolutte eksponering, og trods den nylige devaluering af nairaen, er der stadigvæk risiko for en yderligere svækkelse af valutaen. På den anden side bør den lave oliepris gavne olieimporterende lande som Kenya, Egypten og Sydafrika, som er tre af andelsklassens fire største investeringslande. Det bør være godt nyt for landenes respektive betalingsbalancer, mens forbrugerrelaterede selskaber bør drage fordel af udsigten til lavere inflation på kort sigt. Det egyptiske pund risikerer også at komme under pres som følge af landets betalingsbalance, og vi vurderer, at landets centralbank måske vil overveje en afmålt svækkelse af valutaen. Egypten er andelsklassen tredjestørste investeringsland.

Forventninger til markedet samt strategi

Global pengepolitisk divergens, svag global vækst og svingende råvarepriser risikerer at føre til markedsudsving i 2015, og her vil valget af enkeltaktier være af central betydning. Derfor fortsætter vi med at fokusere på gode virksomheder med attraktiv værdiansættelse og en stærk

ledelse. Grundlæggende analysearbejde og lokalt kendskab er nøglen til vores aktieudvælgelsesproces, og andelsklassen afspejler de positioner, som vi har størst tro på. Vi har en lang investeringshorisont, hvilket er afgørende for at realisere værdien for vores kunder.

I lyset af den seneste udvikling i Nigeria har vi reduceret vores eksponering i landet. Vi mener dog, at udvalgte nigerianske aktier er billige, særligt i den finansielle sektor. Fremadrettet vil en stabil naira og et velgennemført præsidentvalg kunne give en bedre platform for en god udvikling i nigerianske aktier. Hvis udviklingen går den anden vej, kan det dog lægge yderligere pres på landets aktier. Vi vil fortsat holde øje med situationen i landet. Set i lyset af de beskudne vækstforventninger til Sydafrika udvælger vi fortsat sydafrikanske kvalitetsselskaber, som udnytter de vækstmuligheder, der ligger i kontinentet som helhed. Vi forventer stigende investeringer, herunder i infrastruktur, i Egypten som følge af stabiliseringen af den politiske situation, og andelsklassen står stærkt med hensyn til at drage fordel heraf. Viften af investeringsmuligheder blev udvidet i 2014, og vi forventer yderligere forbedringer i 2015 med en række mulige børsnoteringer. Vi vil fortsat afsøge markedet for investeringsmuligheder og har øget vores likviditet med henblik på at udnytte sådanne muligheder i 2015.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

AFRIKKA, OSUUSLAJI EUR

Andelsklasse under Afrika – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSEN

Denne note viser noteoplysninger, som er specifikke for den enkelte andelsklasse.

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast i EUR (pct.)*	-	-	0,82	÷6,14	4,09
Indre værdi (EUR pr. andel)	-	-	10,08	9,46	9,85
Nettoresultat (t. DKK)*	-	-	1.057	÷5.452	4.237
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	1,89	1,85	1,86
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	25.379	70.467	82.849
Antal andele	-	-	337.400	998.159	1.129.595
Stykstørrelse i EUR	-	-	10	10	10

* 2012 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014	1.1.-31.12.2013
Andel af resultat af fællesporteføljen	5.897	÷4.550
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	1.660	902
Klassens resultat	4.237	÷5.452
Finansielle instrumenter i pct	2014	2013
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2014	2013
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	70.467	25.379
Emissioner i året	35.951	58.990
Indløsninger i året	÷28.202	÷8.721
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	396	270
Overførsel af periodens resultat	4.237	÷5.452
Medlemmernes formue ultimo	82.849	70.467
Antal andele		
Andele primo året	998.159	337.400
Emissioner i året	504.857	796.577
Indløsninger i året	÷373.421	÷135.818
Andele ultimo året	1.129.595	998.159

BIOTEKNOLOGI

Investorerer indeksbaseret globalt i selskaber, hvis aktiviteter relaterer sig til bioteknologi. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer globalt i selskaber, der forsker inden for bioteknologi eller understøtter den, anvender bioteknologiske metoder eller fremstiller eller markedsfører bioteknologiske, farmaceutiske eller medicinske produkter har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på denne type aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til modpartsrisiko, eksponering mod udlandet, fremskaffelse af risikovillig kapital, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav et afkast på 67,01 pct., mens benchmark steg 67,73 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og har mere end indfriet vores forventninger om positivt afkast, men konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

Biotekmarkedet, målt ved benchmark, fortsatte stigningen fra 2013. Året har været præget af en række positive nyheder, heriblandt fra InterMune, der steg med mere end 400 pct. Stigningen var dels baseret på de amerikanske myndigheders godkendelse af deres præparat til behandling af lunge-sygdomme, dels på Roches overtagelse af selskabet i efteråret 2014. Der har ikke været de store patentudløb i 2014, så fokus har i højere grad været på, hvilke produkter der er kommet på markedet, og hvordan er de blevet rullet ud.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,72 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Det lavere afkast kan primært tilskrives lovmæssige krav, der gør, at der i perioder kan opstå forskelle mellem afdelingens aktievægte og benchmarkets aktievægte. Antallet af selskaber i benchmark er ved en benchmarkjustering i oktober øget fra 20 til 30.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Markedet for biotekaktier kan blive ramt af mindre appetit på risiko hos investorerne, f.eks. hvis det generelle aktiemarked domineres af usikkerhed om den fremtidige økonomiske vækst. En svagere vækst i USA, Europa og Japan vil kunne medføre, at den forventede vækst i selskabernes indtjening udebliver, og dette er en væsentlig risikofaktor for aktiemarkedet i 2015. En anden væsentlig risikofaktor for aktiemarkedet er en forøget usikkerhed om fremtiden. Der er mange forhold, som vil kunne medføre såvel svagere vækst som forøget usikkerhed. Blandt disse kan nævnes politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, gældsloftsproblemer eller frygt for en strammere pengepolitik i USA, stigende obligationsrenter, skuffende vækst i Kina og en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten eller anden geopolitisk uro.

Afdelingen har betydelige investeringer inden for sektorerne sundhed, diskretionært forbrug og teknologi. Afkastet på aktier i disse sektorer kan bl.a. være følsom over for udviklingen i det offentlige forbrug, det private forbrug og erhvervsinvesteringerne.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Maj 2000
Risikoindeks (1-7): 6
Benchmark: NYSE Arca Biotechnology Index
Fondskode: DK0010264456
Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

BRANCHEFORDELING

Bioteknologi	79,9%
Biovidenskabernes Værktøjer & Servicesydelser	15,3%
Medicinalindustri	3,6%
Øvrige inkl. likvide	1,2%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,32
Standardafvigelse	20,72
Tracking error	0,90
Information Ratio	-1,58
Sharpe Ratio (benchm.)	1,37
Standardafvigelse (benchm.)	20,95
Active share	1,36

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

BIOTEKNOLOGI



For biotekaktier i USA er udfaldet af slutfase-tests og godkendelse af produkter gennem FDA (Food and Drug Administration) de største risici i 2015.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi har positive forventninger til biotekselskaberne i 2015 – med udgangspunkt i produktudvikling og opkøbstilbud. Men der kan komme store udsving undervejs, især hvis selskabernes produktudvikling ikke lykkes. Bioteksektoren er forsat meget afhængig af, at de enkelte selskaber lykkes med en række slutfase-tests. På langt sigt har vi positive forventninger til sektoren. Vi forventer, at biotekselskaberne forsat vil være opkøbskandidater hos større medicinalsselskaber, som kæmper med patentudløb og udvikling af nye produkter.

Det understøtter vores forventninger til bioteksektoren, at vi forventer positive, men beherskede afkast på aktiemarkedene i 2015, understøttet af vækst i selskabernes indtjening. Dette er baseret på en forventning om, at den pæne økonomiske vækst i USA fortsætter i 2015, samtidig med at væksten i Europa forventes at stige. Der er dog risiko for tilbagefald i aktiekurserne, hvis væksten skuffer, eller der opstår fornyet usikkerhed om fremtiden. Blandt de mange forhold, der vil kunne udløse dette, er politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, frygt for en strammere pengepolitik i USA, en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten og skuffende vækst i Kina.

Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger det valgte benchmark. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast, der er lidt lavere end udviklingen i det valgte benchmark, idet omkostningerne trækkes fra i afkastet.

BIOTEKNOLOGI

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	0	0
2 Udbytter	1.585	427
I alt renter og udbytter	1.585	427
3 Kursgevinster og -tab:		
Kapitalandele	330.105	126.901
Valutakonti	3.023	1.885
Øvrige aktiver/passiver	4	÷4
4 Handelsomkostninger	÷415	÷390
I alt kursgevinster og -tab	332.717	128.392
I alt indtægter	334.302	128.819
5 Administrationsomkostninger	7.109	4.501
Resultat før skat	327.193	124.318
6 Skat	238	÷73
Årets nettoresultat	326.955	124.390
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	27.141	3.202
Overført fra sidste år	16	514
I alt formuebevægelser	27.157	3.715
Til disposition	354.112	128.105
7 Til rådighed for udlodning	220.949	35.304
Foreslået udlodning	220.810	35.288
Overført til udlodning næste år	139	16
Overført til formuen	133.163	92.801

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	11.176	7.120
I alt likvide midler	11.176	7.120
Kapitalandele:		
Not. aktier fra udl. selskaber	922.828	462.173
I alt kapitalandele	922.828	462.173
Andre aktiver:		
Andre tilgodehavender	0	42
Mellemvær: vedr. handelsaf v.	1.565	0
Aktuelle skatteaktiver	252	201
I alt andre aktiver	1.818	243
Aktiver i alt	935.823	469.536
PASSIVER		
8 Medlemmernes formue	935.276	468.385
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	546	1.151
I alt anden gæld	546	1.151
Passiver i alt	935.823	469.536

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	44,54	÷14,95	39,70	40,71	67,01
Benchmarkafkast (pct.)	47,52	÷13,31	40,10	44,12	67,73
Indre værdi (DKK pr. andel)	112,55	95,72	133,72	169,90	263,03
Nettoresultat (t.DKK)	50.014	÷27.103	78.300	124.390	326.955
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	0,00	15,50	12,80	62,10
Administrationsomkostninger (pct.)	1,03	1,18	1,11	1,11	1,11
ÅOP	1,33	1,50	1,41	1,44	1,41
Omsætningshastighed (antal gange)	0,37	0,60	0,49	0,53	0,71
Medlemmernes formue (t.DKK)	162.069	202.846	291.778	468.385	935.276
Antal andele	1.439.992	2.119.092	2.181.957	2.756.890	3.555.715
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

BIOTEKNOLOGI

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE (FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	0	0
I alt renteindtægter	0	0

NOTE 2: UDBYTTER I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.585	427
I alt udbytter	1.585	427

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	330.105	126.901
Valutakonti	3.023	1.885
Øvrige aktiver/passiver	4	+4
Handelsomkostninger	+415	+390
I alt kursgevinster og -tab	332.717	128.392

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	+525	+526
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	109	135
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+415	+390

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	3
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	2
Andre honorarer til revisorer	0	0	14	2
Markedsføringsomkostninger	0	0	1.440	96
Gebyrer til depotselskab	0	0	214	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	271	7
Øvrige omkostninger	49	18	30	34
Managementhonorar	6.141	0	2.295	0
Fast administrationshonorar	901	0	94	0
I alt opdelte adm.omk.	7.091	18	4.357	144
I alt adm.omkostninger	7.109	7.109	4.501	4.501

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne mv., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 6: SKAT I 1.000 DKK	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	238	+73
I alt skat	238	+73

NOTE 7: TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	1.585	427
Ikke refunderbar udbytteskat	+238	73
Regulering vedr. udbytteskat m.v.	+48	120
Kursgevinst til udlodning	199.601	35.471
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	7.109	4.501
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	27.141	3.202
Udlodning overført fra sidste år	16	514
I alt til rådighed for udlodning, netto	220.949	35.304

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	2.756.890	468.385	2.181.957	291.778
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		+35.288		+33.820
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		+3.571		+4.061
Emissioner i året	980.825	213.670	791.933	124.254
Indløsninger i året	+182.000	+35.263	+217.000	+34.328
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		389		174
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		+27.141		+3.202
Overført til udlodning fra sidste år		+16		+514
Overført til udlodning næste år		139		16
Foreslået udlodning		220.810		35.288
Overførsel af periodens resultat		133.163		92.801
I alt medlemmernes formue	3.555.715	935.276	2.756.890	468.385

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,7	98,7
I alt finansielle instrumenter	98,7	98,7
Øvrige aktiver og passiver	1,3	1,3
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

DANMARK

Investerer i danske aktier samt øvrige aktier noteret på Nasdaq Copenhagen. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i danske aktier samt øvrige aktier noteret på Nasdaq Copenhagen, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på danske aktier. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til enkeltlande, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 23,78 pct., mens benchmark steg 17,22 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark, og har mere end indfriet vores forventninger om positivt afkast, men konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

På trods af en del geopolitisk uro leverede det danske aktiemarked i 2014 et højt afkast - og endnu en gang betydeligt højere end de europæiske og amerikanske indeks. Der var ingen klar tendens med hensyn til afkast på de cykliske (konjunkturfølsomme) aktier. Blandt de toneangivende

cykliske aktier klarede Pandora sig bedst med et afkast på 72 pct. på baggrund af fortsat høj vækst i omsætning og resultat. Vestas leverede et afkast på 41 pct. på baggrund af en nu dokumenteret turn around af selskabet samt et pænt ordre-momentum. A. P. Møller-Mærsk, som er et traditionelt cyklisk selskab, leverede et mere beskedent afkast på 5 pct., mens Rockwool og D S Norden faldt henholdsvis 28 pct. og 54 pct. på grund af forværrede markedsforhold. Blandt de defensive aktier var der generelt høje afkast på Novo Nordisk, Coloplast og Chr. Hansen. Derimod faldt Carlsberg med 20 pct., på grund af vanskelige forhold på det russiske marked. De små- og mellemstore selskaber klarede sig generelt noget dårligere end de store selskaber i 2014.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 6,56 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Overvægt i industri- og materialerrelaterede aktier sammen med undervægt i telekommunikation gav et positivt afkastbidrag. På selskabsniveau var overvægt i særligt Vestas, Auriga og Bavarian Nordic samt undervægt i Carlsberg, D S Norden, TDC og H. Lundbeck medvirkende til et positivt afkastbidrag i forhold til afdelingens benchmark. På den negative side var vores undervægt i Coloplast samt overvægt i Nordea og Solar.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Hvis den økonomiske vækst i USA, Europa og Japan bliver svagere end forventet, vil det kunne medføre, at den forventede vækst i selskabernes indtjening udebliver, og dette er en væsentlig risikofaktor for aktiemarkederne i 2015. En anden væsentlig risikofaktor for aktiemarkederne er en forøget usikkerhed om fremtiden. Der er mange forhold, som vil kunne medføre såvel svagere vækst som forøget usikkerhed. Blandt disse kan nævnes politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, gældsloftsproblemer eller frygt for en strammere pengepolitik i USA, stigende obligationsrenter, skuffende vækst i Kina og en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten eller anden geopolitisk uro.

Afdelingen har en mindre overvægt af industriselskaber i forhold til benchmark. Derfor kan risikoen i porteføljen, ud over de selskabsspecifikke risici, knyttes til sektorens cykli-

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: December 1983
Risikoindeks (1-7): 6
Benchmark: OMX Copenhagen Cap GI
Fondskode: DK0010252873
Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

BRANCHEFORDELING

Industri	26,8%
Sundhedspleje	24,9%
Finans	23,0%
Materialer	9,6%
Forbrugsgoder	5,4%
Øvrige inkl. likvide	10,3%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,94
Standardafvigelse	15,23
Tracking error	1,92
Information Ratio	0,56
Sharpe Ratio (benchm.)	0,91
Standardafvigelse (benchm.)	14,58
Active share	24,87

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

DANMARK



ske karakter. Undervægten i sundheds- og telekommunikationsrelaterede aktier repræsenterer ligeledes en vis risiko, såfremt markedsstemningen bevæger sig mod defensive sektorer.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive, men beherskede afkast på aktiemarkederne i 2015, understøttet af vækst i selskabernes indtjening. Dette er baseret på en forventning om, at den pæne økonomiske vækst i USA fortsætter i 2015, samtidig med at væksten i Europa forventes at stige. Der er dog risiko for tilbagefald i aktiekurserne, hvis væksten skuffer, eller hvis der opstår fornyet usikkerhed om fremtiden. Blandt de mange forhold, der vil kunne udløse dette, er politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, frygt for en strammere pengepolitik i USA, en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten og skuffende vækst i Kina.

Efter et år med meget høj indtjeningsvækst i de danske børsnoterede selskaber venter vi fortsat indtjeningsvækst i 2015 om end på et lavere niveau, og vi venter således et moderat positivt aktiemarked i 2015. I den nuværende situation – med noget forøget risiko – følger afdelingen en balanceret strategi med udvalgte overvægte indenfor både cykliske og defensive sektorer. Porteføljen er overvægtet i industri- og forbrugssektoren. De største overvægte på aktieniveau er Auriga, DFDS, Vestas, Nordea og Bavarian Nordic. Porteføljen er undervægtet indenfor telekommunikations- og sundhedsrelaterede aktier.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

DANMARK

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014	1.1.-31.12.2013
	1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	0	÷132
2 Udbytter	33.125	32.891
I alt renter og udbytter	33.125	32.759
3 Andre indtægter og omkostninger:		
Andre indtægter	75	0
I alt andre indtægter og omkostninger:	75	0
4 Kursgevinster og -tab:		
Kapitalandele	419.723	585.581
5 Handelsomkostninger	÷900	÷1.167
I alt kursgevinster og -tab	418.824	584.414
I alt indtægter	452.023	617.173
6 Administrationsomkostninger	25.508	21.838
Resultat før skat	426.515	595.335
7 Skat	÷1	÷5.054
Årets nettoresultat	426.516	600.389
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	17.537	÷13.678
Overført fra sidste år	167	1.764
I alt formuebevægelser	17.704	÷11.914
Til disposition	444.220	588.474
8 Til rådighed for udlodning	277.466	210.174
Foreslået udlodning	277.314	210.008
Overført til udlodning næste år	151	167
Overført til formuen	166.754	378.300

BALANCE

	31.12.2014	31.12.2013
	1.000 DKK	1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	68.014	241
I alt likvide midler	68.014	241
Kapitalandele:		
Not. aktier fra DK selskaber	2.045.821	1.744.008
Not. aktier fra udl. selskaber	120.631	135.073
Unot. kap.andele fra DK selsk.	1.225	1.225
I alt kapitalandele	2.167.677	1.880.307
Andre aktiver:		
Mellemvær: vedr. handelsaf v.	187	0
I alt andre aktiver	187	0
Aktiver i alt	2.235.878	1.880.548
PASSIVER		
9 Medlemmernes formue	2.234.400	1.875.020
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	1.331	5.457
Ikke hævet udl. fra tidl. år	147	71
I alt anden gæld	1.478	5.527
Passiver i alt	2.235.878	1.880.548

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	27,45	÷23,59	22,89	42,39	23,78
Benchmarkafkast (pct.)	26,22	÷21,05	23,81	38,30	17,22
Indre værdi (DKK pr. andel)	180,67	135,77	153,82	210,71	234,47
Nettoresultat (t.DKK)	526.026	÷496.334	331.193	600.389	426.516
Udbytte (DKK pr. andel)	3,00	12,25	6,50	23,60	29,10
Administrationsomkostninger (pct.)	1,21	1,25	1,25	1,28	1,25
ÅOP	1,53	1,57	1,58	1,60	1,53
Omsætningshastighed (antal gange)	0,27	0,30	0,24	0,24	0,15
Medlemmernes formue (t.DKK)	2.282.658	1.523.236	1.551.029	1.875.020	2.234.400
Antal andele	12.634.553	11.219.208	10.083.714	8.898.624	9.529.699
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

DANMARK

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE (FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	0	+ 132
I alt renteindtægter	0	+ 132

NOTE 2: UDBYTTETTER I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	28.913	25.228
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	4.065	7.515
Unoterede kapitalandele fra danske selskaber	147	147
I alt udbytter	33.125	32.891

NOTE 3: ANDRE INDTÆGTER OG OMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Gebyrindtægt ved aktieudlån	75	0
I alt andre indtægter og omkostninger	75	0

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	412.108	578.167
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	7.615	7.415
Handelsomkostninger	+900	+1.167
I alt kursgevinster og -tab	418.824	584.414

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	+ 1.401	+ 1.450
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	501	282
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+900	+1.167

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013		
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	12
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	10
Andre honorarer til revisorer	31	0	556	7
Markedsføringsomkostninger	0	0	6.158	403
Gebyrer til depotselskab	0	0	182	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	3.296	31
Øvrige omkostninger	65	67	148	134
Managementhonorar	23.474	0	10.591	0
Fast administrationshonorar	1.871	0	311	0
I alt opdelte adm.omk.	25.441	67	21.242	596
I alt adm.omkostninger	25.508	25.508	21.838	21.838

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljeådgivning/forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et yfast honorar som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne m.v., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det yfaste administrationshonorar, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det yfaste administrationshonorar. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det yfaste administrationshonorar oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	+ 1	+ 5.054
I alt skat	+ 1	+ 5.054

NOTE 8: TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	33.125	32.759
Ikke refunderbar udbytteskat	1	5.054
Regulering vedr. udbytteskat m.v.	75	0
Kursgevinst til udlodning	252.070	206.114
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	25.508	21.838
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	17.537	+ 13.678
Udlodning overført fra sidste år	167	1.764
I alt til rådighed for udlodning, netto	277.466	210.174

NOTE 9: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	8.898.624	1.875.020	10.083.714	1.551.029
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		+ 210.008		+ 65.544
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		+ 1.319		2.661
Emissioner i året	1.223.858	276.981	14.938	2.571
Indløsninger i året	+ 592.783	+ 133.298	+ 1.200.028	+ 216.343
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		507		259
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		+ 17.537		13.678
Overført til udlodning fra sidste år		+ 167		+ 1.764
Overført til udlodning næste år		151		167
Foreslået udlodning		277.314		210.008
Overførsel af periodens resultat		166.754		378.300
I alt medlemmernes formue	9.529.699	2.234.400	8.898.624	1.875.020

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,0	100,2
Øvrige finansielle instrumenter	0,1	0,1
I alt finansielle instrumenter	97,0	100,3
Øvrige aktiver og passiver	3,0	+ 0,3
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
Danske Bank	214.270	175.622

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

AKTIEUDLÅN I 1.000 DKK	2014	2013
Kursværdi af udlånte aktier	58.994	0
Sikkerhed for udlånte aktier i form af:		
Noterede obligationer fra danske udstedere	66.447	0
I alt sikkerhed	66.447	0

DANMARK – AKKUMULERENDE

Investerer i danske aktier samt øvrige aktier noteret på Nasdaq Copenhagen. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i danske aktier samt øvrige aktier noteret på Nasdaq Copenhagen, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på danske aktier. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til enkeltlande, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 23,76 pct., mens benchmark steg 17,22 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og har mere end indfriet vores forventninger om positivt afkast, men konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

På trods af en del geopolitisk uro leverede det danske aktiemarked i 2014 et højt afkast - og endnu en gang betydeligt højere end de europæiske og amerikanske indeks. Der var ingen klar tendens med hensyn til afkast på de cykliske (konjunkturfølsomme) aktier. Blandt de toneangivende

cykliske aktier klarede Pandora sig bedst med et afkast på 72 pct. på baggrund af fortsat høj vækst i omsætning og resultat. Vestas leverede et afkast på 41 pct. på baggrund af en nu dokumenteret turn around af selskabet samt et pænt ordre-momentum. A. P. Møller-Mærsk, som er et traditionelt cyklisk selskab, leverede et mere beskedent afkast på 5 pct., mens Rockwool og D S Norden faldt henholdsvis 28 pct. og 54 pct. på grund af forværrede markedsforhold. Blandt de defensive aktier var der generelt høje afkast på Novo Nordisk, Coloplast og Chr. Hansen. Derimod faldt Carlsberg med 20 pct. på grund af vanskelige forhold på det russiske marked. De små- og mellemstore selskaber klarede sig generelt noget dårligere end de store selskaber i 2014.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 6,54 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Overvægt i industri- og materialerrelaterede aktier sammen med undervægt i telekommunikation gav et positivt afkastbidrag. På selskabsniveau var overvægt i særligt Vestas, Auriga og Bavarian Nordic samt undervægt i Carlsberg, D S Norden, TDC og H. Lundbeck medvirkende til et positivt afkastbidrag i forhold til afdelingens benchmark. På den negative side var vores undervægt i Coloplast samt overvægt i Nordea og Solar.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Hvis den økonomiske vækst i USA, Europa og Japan bliver svagere end forventet, vil det kunne medføre, at den forventede vækst i selskabernes indtjening udebliver, og dette er en væsentlig risikofaktor for aktiemarkederne i 2015. En anden væsentlig risikofaktor for aktiemarkederne er en forøget usikkerhed om fremtiden. Der er mange forhold, som vil kunne medføre såvel svagere vækst som forøget usikkerhed. Blandt disse kan nævnes politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, gældsloftsproblemer eller frygt for en strammere pengepolitik i USA, stigende obligationsrenter, skuffende vækst i Kina og en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten eller anden geopolitisk uro.

Afdelingen har en lille overvægt af industriselskaber i forhold til benchmark. Derfor kan risikoen i porteføljen ud over de selskabsspecifikke risici knyttes til sektorens cykliske

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: November 2002
Risikoindikator (1-7): 6
Benchmark: OMX Copenhagen Cap GI
Fondskode: DK0016208515
Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

BRANCHEFORDELING

Industri	27,1%
Sundhedspleje	25,0%
Finans	23,1%
Materialer	9,7%
Forbrugsgoder	5,4%
Øvrige inkl. likvide	9,7%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,93
Standardafvigelse	15,20
Tracking error	1,93
Information Ratio	0,49
Sharpe Ratio (benchm.)	0,91
Standardafvigelse (benchm.)	14,58
Active share	28,04

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

DANMARK – AKKUMULERENDE

karakter. Undervægten i sundheds- og telekommunikationsrelaterede aktier repræsenterer ligeledes en vis risiko, såfremt markedsstemningen bevæger sig mod defensive sektorer.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive, men beherskede afkast på aktiemarkederne i 2015 understøttet af vækst i selskabernes indtjening. Dette er baseret på en forventning om, at den pæne økonomiske vækst i USA fortsætter i 2015, samtidig med at væksten i Europa forventes at stige. Der er dog risiko for tilbagefald i aktiekurserne, hvis væksten skuffer, eller hvis der opstår fornyet usikkerhed om fremtiden. Blandt de mange forhold, der vil kunne udløse dette, er politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, frygt for en strammere pengepolitik i USA, en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten og skuffende vækst i Kina.

Efter et år med meget høj indtjeningsvækst i de danske børsnoterede selskaber venter vi fortsat indtjeningsvækst i 2015 om end på et lavere niveau, og vi venter således et moderat positivt aktiemarked i 2015. I den nuværende situation – med noget forøget risiko – følger afdelingen en balanceret strategi med udvalgte overvægte indenfor både cykliske og defensive sektorer. Porteføljen er overvægtet i industri- og forbrugssektoren. De største overvægte på aktieniveau er Auriga, DFDS, Vestas, Nordea og Bavarian Nordic. Porteføljen er undervægtet indenfor telekommunikations- og sundhedsrelaterede aktier.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

DANMARK - AKKUMULERENDE

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Udbytter	39.398	40.444
I alt renter og udbytter	39.398	40.444
Andre indtægter og omkostninger:		
2 Andre indtægter	1.769	965
I alt andre indtægter og omkostninger:1.769	1.769	965
Kursgevinster og -tab:		
3 Kapitalandele	520.353	731.340
4 Handelsomkostninger	÷885	÷1.445
I alt kursgevinster og -tab	519.468	729.895
I alt indtægter	560.635	771.304
5 Administrationsomkostninger	31.704	26.630
Resultat før skat	528.931	744.674
6 Skat	5.700	3.318
Årets nettoresultat	523.231	741.356
Overført til formuen	523.231	741.356

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	63.164	1.729
I alt likvide midler	63.164	1.729
Kapitalandele:		
Not. aktier fra DK selskaber	2.423.870	2.127.352
Not. aktier fra udl. selskaber	145.238	164.935
Unot. kap.andele fra DK selsk.	425	425
I alt kapitalandele	2.569.533	2.292.711
Andre aktiver:		
Andre tilgodehavender	158	0
Aktuelle skatteaktiver	0	109
I alt andre aktiver	158	109
Aktiver i alt	2.632.855	2.294.549
PASSIVER		
7 Medlemmernes formue	2.631.303	2.284.030
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	1.552	6.820
Mellemvær. vedr. handelsaf v.	0	3.699
I alt anden gæld	1.552	10.519
Passiver i alt	2.632.855	2.294.549

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	26,88	÷23,56	22,86	42,14	23,76
Benchmarkafkast (pct.)	26,22	÷21,05	23,81	38,30	17,22
Indre værdi (DKK pr. andel)	281,98	215,55	264,82	376,40	465,85
Nettoresultat (t.DKK)	577.264	÷480.562	376.112	741.356	523.231
Administrationsomkostninger (pct.)	1,24	1,25	1,24	1,25	1,25
ÅOP	1,54	1,56	1,55	1,57	1,52
Omsætningshastighed (antal gange)	0,27	0,31	0,24	0,26	0,16
Medlemmernes formue (t.DKK)	2.142.414	1.678.223	1.898.379	2.284.030	2.631.303
Antal andele	7.597.684	7.785.861	7.168.587	6.068.042	5.648.444
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

DANMARK – AKKUMULERENDE

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE (FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: UDBYTTET I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	33.733	32.622
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	4.838	7.456
Noterede kapitalandele fra danske selskaber	51	51
Øvrige udbytter	776	314
I alt udbytter	39.398	40.444

NOTE 2: ANDRE INDTÆGTER OG OMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Gebyrindtægt ved aktieudlån	1.769	965
I alt andre indtægter og omkostninger	1.769	965

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	510.933	715.476
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	9.420	15.864
Handelsomkostninger	+885	+1.445
I alt kursgevinster og -tab	519.468	729.895

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	+1.212	+1.934
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	327	490
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+885	+1.445

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	15
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	13
Andre honorarer til revisorer	11	0	254	8
Markedsføringsomkostninger	0	0	7.612	501
Gebyrer til depotselskab	0	0	223	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	3.963	38
Øvrige omkostninger	71	81	168	165
Managementhonorar	29.207	0	13.286	0
Fast administrationshonorar	2.335	0	383	0
I alt opdelte adm.omk.	31.623	81	25.890	741
I alt adm.omkostninger		31.704		26.630

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerafdeling/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne mv., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 6: SKAT I 1.000 DKK	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	5.700	3.318
I alt skat	5.700	3.318

NOTE 7: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	6.068.042	2.284.030	7.168.587	1.898.379
Emissioner i året	107.456	46.096	37.826	11.826
Indløsninger i året	+527.054	+222.399	+1.138.371	+367.993
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		346		462
Overførsel af periodens resultat		523.231		741.356
I alt medlemmernes formue	5.648.444	2.631.303	6.068.042	2.284.030

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014		2013	
Finansielle instrumenter i pct.				
Børsnoterede finansielle instrumenter			97,6	100,4
I alt finansielle instrumenter			97,7	100,4
Øvrige aktiver og passiver			2,3	+0,4
I alt			100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
Danske Bank	254.158	214.008

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

AKTIEUDLÅN I 1.000 DKK	2014	2013
Kursværdi af udlånte aktier	488.901	0
Sikkerhed for udlånte aktier i form af:		
Noterede obligationer fra danske udstedere	540.548	0
I alt sikkerhed	540.548	0

DANMARK FOKUS

Investerer i udvalgte danske aktier samt øvrige aktier noteret på Nasdaq Copenhagen. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i danske aktier samt øvrige aktier noteret på Nasdaq Copenhagen, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på danske aktier. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til enkeltlande, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 25,61 pct., mens benchmark steg 17,22 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og har mere end indfriet vores forventninger om positivt afkast, men konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving.

Markedet

På trods af en del geopolitisk uro leverede det danske aktiemarked i 2014 et højt afkast - og endnu en gang betydeligt højere end de europæiske og amerikanske indeks. Der var ingen klar tendens med hensyn til afkast på de cykliske (konjunkturfølsomme) aktier. Blandt de toneangivende

cykliske aktier klarede Pandora sig bedst med et afkast på 72 pct. på baggrund af fortsat høj vækst i omsætning og resultat. Vestas leverede et afkast på 41 pct. på baggrund af en nu dokumenteret turn around af selskabet samt et pænt ordre-momentum. A. P. Møller-Mærsk, som er et traditionelt cyklisk selskab, leverede et mere beskedent afkast på 5 pct., mens Rockwool og D S Norden faldt henholdsvis 28 pct. og 54 pct. på grund af forværrede markedsforhold. Blandt de defensive aktier var der generelt høje afkast på Novo Nordisk, Coloplast og Chr. Hansen. Derimod faldt Carlsberg med 20 pct. på grund af vanskelige forhold på det russiske marked. De små- og mellemstore selskaber klarede sig generelt noget dårligere end de store selskaber i 2014.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 8,39 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Overvægt i industri- og materialerrelaterede aktier sammen med undervægt i telekommunikation gav et positivt afkastbidrag. På selskabsniveau var overvægt i særligt Auriga, Bavarian Nordic, Vestas og Pandora samt undervægt i D S Norden, TDC og H. Lundbeck medvirkende til et positivt afkastbidrag i forhold til afdelingens benchmark. På negativsiden talte undervægt i Coloplast og Danske Bank samt overvægt i Simcorp og Solar.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Hvis den økonomiske vækst i USA, Europa og Japan bliver svagere end forventet, vil det kunne medføre, at den forventede vækst i selskabernes indtjening udebliver, og dette er en væsentlig risikofaktor for aktiemarkederne i 2015. En anden væsentlig risikofaktor for aktiemarkederne er en forøget usikkerhed om fremtiden. Der er mange forhold, som vil kunne medføre såvel svagere vækst som forøget usikkerhed. Blandt disse kan nævnes politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, gældsloftsproblemer eller frygt for en strammere pengepolitik i USA, stigende obligationsrenter, skuffende vækst i Kina og en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten eller anden geopolitisk uro.

Afdelingen har en lille overvægt af industriselskaber i forhold til benchmark. Derfor kan risikoen i porteføljen, ud over de selskabsspecifikke risici, knyttes til sektorens cykliske

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: December 1998
Risikoindeks (1-7): 6
Benchmark: OMX Copenhagen Cap GI
Fondskode: DK0060244325
Porteføljeadgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

BRANCHEFORDELING

Industri	28,1%
Sundhedspjeje	25,2%
Finans	18,3%
Materialer	9,7%
Forbrugsgoder	7,4%
Øvrige inkl. likvide	11,3%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,97
Standardafvigelse	15,58
Tracking error	3,17
Information Ratio	0,58
Sharpe Ratio (benchm.)	0,91
Standardafvigelse (benchm.)	14,58
Active share	36,52

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

DANMARK FOKUS



karakter. Undervægten i sundheds- og telekommunikationsrelaterede aktier repræsenterer ligeledes en vis risiko, såfremt markedsstemningen bevæger sig mod defensive sektorer.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive, men beherskede afkast på aktiemarkederne i 2015, understøttet af vækst i selskabernes indtjening. Dette er baseret på en forventning om, at den pæne økonomiske vækst i USA fortsætter i 2015, samtidig med at væksten i Europa forventes at stige. Der er dog risiko for tilbagefald i aktiekurserne, hvis væksten skuffer, eller hvis der opstår fornyet usikkerhed om fremtiden. Blandt de mange forhold, der vil kunne udløse dette, er politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, frygt for en strammere pengepolitik i USA, en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten og skuffende vækst i Kina.

Efter et år med meget høj indtjeningsvækst i de danske børsnoterede selskaber venter vi fortsat indtjeningsvækst i 2015 om end på et lavere niveau, og vi venter således et moderat positivt aktiemarked i 2015. I den nuværende situation – med noget forøget risiko – følger afdelingen en balanceret strategi med udvalgte overvægte indenfor både cykliske og defensive sektorer. Porteføljen er overvægtet i industri- og forbrugssektoren. De største overvægte på aktieniveau er Auriga, Pandora, DFDS, Vestas, Nordea og Bavarian Nordic. Porteføljen er undervægtet indenfor finans-, telekommunikations- og sundhedsrelaterede aktier.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

DANMARK FOKUS

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014	1.1.-31.12.2013
	1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	0	÷37
2 Udbytter	24.549	15.395
I alt renter og udbytter	24.549	15.358
3 Andre indtægter og omkostninger:		
Andre indtægter	36	0
I alt andre indtægter og omkostninger:	36	0
4 Kursgevinster og -tab:		
Kapitalandele	395.090	348.629
5 Handelsomkostninger	÷1.790	÷1.013
I alt kursgevinster og -tab	393.299	347.617
I alt indtægter	417.885	362.975
6 Administrationsomkostninger	31.864	14.354
Resultat før skat	386.021	348.621
7 Skat	254	÷657
Årets nettoresultat	385.767	349.278
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	51.484	2.671
Overført fra sidste år	237	3.202
I alt formuebevægelser	51.720	5.872
Til disposition	437.487	355.150
8 Til rådighed for udlodning	177.001	61.540
Foreslået udlodning	176.486	61.303
Overført til udlodning næste år	514	237
Overført til formuen	260.487	293.610

BALANCE

	31.12.2014	31.12.2013
	1.000 DKK	1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	91.782	24.155
I alt likvide midler	91.782	24.155
Kapitalandele:		
Not. aktier fra DK selskaber	2.301.875	1.093.525
Not. aktier fra udl. selskaber	159.064	86.386
I alt kapitalandele	2.460.939	1.179.911
Andre aktiver:		
Mellemvær. vedr. handelsafv.	1.857	9.862
I alt andre aktiver	1.857	9.862
Aktiver i alt	2.554.578	1.213.929
PASSIVER		
9 Medlemmernes formue	2.552.636	1.209.578
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	1.942	4.351
I alt anden gæld	1.942	4.351
Passiver i alt	2.554.578	1.213.929

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	30,02	÷25,38	22,68	46,69	25,61
Benchmarkafkast (pct.)	26,22	÷21,05	23,81	38,30	17,22
Indre værdi (DKK pr. andel)	193,97	144,73	177,56	260,45	312,41
Nettoresultat (t.DKK)	183.384	÷240.743	131.347	349.278	385.767
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	0,00	0,00	13,20	21,60
Administrationsomkostninger (pct.)	1,20	1,56	1,55	1,56	1,55
ÅOP	1,55	1,91	1,88	1,91	1,88
Omsætningshastighed (antal gange)	0,36	0,38	0,29	0,41	0,34
Medlemmernes formue (t.DKK)	834.474	590.711	702.691	1.209.578	2.552.636
Antal andele	4.302.105	4.081.436	3.957.596	4.644.204	8.170.670
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

DANMARK FOKUS

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE (FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	0	÷37
I alt renteindtægter	0	÷37

NOTE 2: UDBYTTET I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	21.161	11.666
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	2.936	3.729
Øvrige udbytter	452	0
I alt udbytter	24.549	15.395

NOTE 3: ANDRE INDTÆGTER OG OMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Gebyrindtægt ved aktieudlån	36	0
I alt andre indtægter og omkostninger	36	0

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	396.284	339.886
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	÷1.195	8.743
Handelsomkostninger	÷1.790	÷1.013
I alt kursgevinster og -tab	393.299	347.617

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷3.430	÷1.769
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	1.640	756
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷1.790	÷1.013

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	7
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	6
Andre honorarer til revisorer	10	0	89	4
Markedsføringsomkostninger	0	0	3.208	217
Gebyrer til depotselskab	0	0	101	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	2.610	17
Øvrige omkostninger	43	45	70	73
Managementhonorar	29.823	0	7.799	0
Fast administrationshonorar	1.943	0	154	0
I alt opdeltede adm.omk.	31.818	45	14.032	322
I alt adm.omkostninger	31.864		14.354	

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentionen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne m.v., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar:

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	254	÷657
I alt skat	254	÷657

NOTE 8: TIL RÅDGIGHED FOR UDLØSNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	24.549	15.358
Ikke refunderbar udbytteskat	÷254	657
Regulering vedr. udbytteskat m.v.	36	0
Kursgevinst til udlodning	132.813	124.938
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	31.864	14.354
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	51.484	2.671
Fremførbare tab fra sidste år	0	÷70.932
Udlodning overført fra sidste år	237	3.202
I alt til rådighed for udlodning, netto	177.001	61.540

NOTE 9: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	4.644.204	1.209.578	3.957.596	702.691
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷61.303		0
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		÷28.639		0
Emissioner i året	3.915.475	1.160.147	1.604.065	356.190
Indløsninger i året	÷389.009	÷114.368	÷917.457	÷199.229
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		1.454		648
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		÷51.484		÷2.671
Overført til udlodning fra sidste år		÷237		÷3.202
Overført til udlodning næste år		514		237
Foreslået udlodning		176.486		61.303
Overførsel af periodens resultat		260.487		293.610
I alt medlemmernes formue	8.170.670	2.552.636	4.644.204	1.209.578

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,4	97,5
I alt finansielle instrumenter	96,4	97,5
Øvrige aktiver og passiver	3,6	2,5
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
Danske Bank	123.195	115.644

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

AKTIEUDLÅN I 1.000 DKK	2014	2013
Kursværdi af udlånte aktier	222.833	0
Sikkerhed for udlånte aktier i form af:		
Noterede obligationer fra danske udstedere	245.682	0
I alt sikkerhed	245.682	0

DANMARK INDEKS

Investerer indeksbaseret i danske aktier samt øvrige aktier, noteret på Nasdaq Copenhagen.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i danske aktier samt øvrige aktier noteret på Nasdaq Copenhagen, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på danske aktier. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til enkeltlande, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet og modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 16,41 pct., mens benchmark steg 17,22 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og har mere end indfriet vores forventninger om positivt afkast, men konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving.

Markedet

På trods af en del geopolitisk uro leverede det danske aktiemarked i 2014 et højt afkast - og endnu en gang betydeligt højere end de europæiske og amerikanske indeks. Der var ingen klar tendens med hensyn til afkast på de cykliske (konjunkturfølsomme) aktier. Blandt de toneangivende cykliske aktier klarede Pandora sig bedst med et afkast på

72 pct. på baggrund af fortsat høj vækst i omsætning og resultat. Vestas leverede et afkast på 41 pct. på baggrund af en nu dokumenteret turn around af selskabet samt et pænt ordre-momentum. A. P. Møller-Mærsk, som er et traditionelt cyklisk selskab, leverede et mere beskedent afkast på 5 pct., mens Rockwool og D S Norden faldt henholdsvis 28 pct. og 54 pct. på grund af forværrede markedsforhold. Blandt de defensive aktier var der generelt høje afkast på Novo Nordisk, Coloplast og Chr. Hansen. Derimod faldt Carlsberg med 20 pct., på grund af vanskelige forhold på det russiske marked. De små- og mellemstore selskaber klarede sig generelt noget dårligere end de store selskaber i 2014.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,81 procentpoint lavere end ændringen i benchmark, og der var således en tilfredsstillende overensstemmelse mellem afdelingens afkast og udviklingen i benchmark.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Hvis den økonomiske vækst i USA, Europa og Japan bliver svagere end forventet, vil det kunne medføre, at den forventede vækst i selskabernes indtjening udebliver, og dette er en væsentlig risikofaktor for aktiemarkederne i 2015. En anden væsentlig risikofaktor for aktiemarkederne er en forøget usikkerhed om fremtiden. Der er mange forhold, som vil kunne medføre såvel svagere vækst som forøget usikkerhed. Blandt disse kan nævnes politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, gældsloftsproblemer eller frygt for en strammere pengepolitik i USA, stigende obligationsrenter, skuffende vækst i Kina og en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten eller anden geopolitisk uro.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive, men beherskede afkast på aktiemarkederne i 2015 understøttet af vækst i selskabernes indtjening. Dette er baseret på en forventning om, at den pæne økonomiske vækst i USA fortsætter i 2015, samtidig med at væksten i Europa forventes at stige. Der er dog risiko for tilbagefald i aktiekurserne, hvis væksten skuffer, eller hvis der opstår fornyet usikkerhed om fremtiden. Blandt de mange forhold, der vil kunne udløse dette, er politisk uro om det

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Oktober 1985
Risikoindeks [1-7]: 6
Benchmark: OMX Copenhagen Cap GI
Fondskode: DK0010266238
Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

BRANCHEFORDELING

Sundhedspleje	27,4%
Industri	26,0%
Finans	22,7%
Materialer	8,1%
Forbrugsgoder	5,8%
Øvrige inkl. likvide	10,0%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,88
Standardafvigelse	14,52
Tracking error	0,45
Information Ratio	-1,03
Sharpe Ratio (benchm.)	0,91
Standardafvigelse (benchm.)	14,58
Active share	1,93

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

DANMARK INDEKS



fremtidige samarbejde i Europa, frygt for en strammere pengepolitik i USA, en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten og skuffende vækst i Kina.

Efter et år med meget høj indtjeningsvækst i de danske børsnoterede selskaber venter vi fortsat indtjeningsvækst i 2015 om end på et lavere niveau, og vi venter således et moderat positivt aktiemarked i 2015.

Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger det valgte benchmark. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast, der er lidt lavere end udviklingen i det valgte benchmark, idet omkostningerne trækkes fra i afkastet.

DANMARK INDEKS

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	0	÷16
2 Udbytter	13.221	14.191
I alt renter og udbytter	13.221	14.175
3 Andre indtægter og omkostninger:		
Andre indtægter	442	0
I alt andre indtægter og omkostninger:	442	0
4 Kursgevinster og -tab:		
Kapitalandele	94.741	196.995
5 Handelsomkostninger	÷205	÷152
I alt kursgevinster og -tab	94.536	196.843
I alt indtægter	108.200	211.018
6 Administrationsomkostninger	3.896	3.779
Resultat før skat	104.304	207.239
7 Skat	63	÷1.671
Årets nettoresultat	104.241	208.909
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	÷1.604	÷5.403
Overført fra sidste år	315	186
I alt formuebevægelser	÷1.289	÷5.217
Til disposition	102.952	203.692
8 Til rådighed for udlodning	77.674	59.575
Foreslået udlodning	77.603	59.260
Overført til udlodning næste år	72	315
Overført til formuen	25.278	144.117

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	4.017	2.551
I alt likvide midler	4.017	2.551
Kapitalandele:		
Not. aktier fra DK selskaber	664.561	643.323
Not. aktier fra udl. selskaber	22.558	27.167
Unot. kap.andele fra DK selsk.	525	525
I alt kapitalandele	687.643	671.015
Andre aktiver:		
Andre tilgodehavender	42	0
Mellemvær. vedr. handelsafv.	392	918
I alt andre aktiver	435	918
Aktiver i alt	692.095	674.483
PASSIVER		
9 Medlemmernes formue	691.888	673.631
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	208	852
I alt anden gæld	208	852
Passiver i alt	692.095	674.483

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	25,61	÷21,90	23,84	38,15	16,41
Benchmarkafkast (pct.)	26,22	÷21,05	23,81	38,30	17,22
Indre værdi (DKK pr. andel)	204,00	142,86	140,08	180,74	193,47
Nettoresultat (t.DKK)	297.304	÷227.364	131.289	208.909	104.241
Udbytte (DKK pr. andel)	21,25	34,25	10,25	15,90	21,70
Administrationsomkostninger (pct.)	0,97	0,55	0,55	0,58	0,56
ÅOP	1,27	0,85	0,85	0,85	0,83
Omsætningshastighed (antal gange)	0,25	0,23	0,04	0,06	0,09
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.300.361	583.189	602.632	673.631	691.888
Antal andele	6.374.312	4.082.151	4.302.151	3.727.040	3.576.163
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

DANMARK INDEKS

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE (FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	0	÷16
I alt renteindtægter	0	÷16

NOTE 2: UDBYTTET I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	11.569	11.738
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	892	2.390
Unoterede kapitalandele fra danske selskaber	63	63
Øvrige udbytter	697	0
I alt udbytter	13.221	14.191

NOTE 3: ANDRE INDTÆGTER OG OMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Gebyrindtægt ved aktieudlån	442	0
I alt andre indtægter og omkostninger	442	0

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	96.303	202.160
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	÷1.562	÷5.166
Handelsomkostninger	÷205	÷152
I alt kursgevinster og -tab	94.536	196.843

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷297	÷304
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	92	152
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷205	÷152

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013		
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	5
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	4
Andre honorarer til revisorer	4	0	182	3
Markedsføringsomkostninger	0	0	961	154
Gebyrer til depotselskab	0	0	78	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	482	12
Øvrige omkostninger	22	24	56	53
Managementhonorar	3.148	0	1.669	0
Fast administrationshonorar	698	0	123	0
I alt opdelte adm.omk.	3.872	24	3.549	230
I alt adm.omkostninger	3.896		3.779	

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den af tale og den sammensætning af honorarerne m.v., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	63	÷1.671
I alt skat	63	÷1.671

NOTE 8: TIL RÅDGIGHED FOR UDLODNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	13.221	14.175
Ikke refunderbar udbytteskat	÷63	1.671
Regulering vedr. udbytteskat m.v.	442	0
Kursgevinst til udlodning	69.259	52.726
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	3.896	3.779
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	÷1.604	÷5.403
Udlodning overført fra sidste år	315	186
I alt til rådighed for udlodning, netto	77.674	59.575

NOTE 9: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	3.727.040	673.631	4.302.151	602.632
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		÷59.260		÷44.097
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		1.352		953
Emissioner i året	151.123	28.886	99.377	15.991
Indløsninger i året	÷302.000	÷57.075	÷674.488	÷110.921
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		114		164
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		1.604		5.403
Overført til udlodning fra sidste år		÷315		÷186
Overført til udlodning næste år		72		315
Foreslået udlodning		77.603		59.260
Overførsel af periodens resultat		25.278		144.117
I alt medlemmernes formue	3.576.163	691.888	3.727.040	673.631

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,3	99,5
Øvrige finansielle instrumenter	0,1	0,1
I alt finansielle instrumenter	99,4	99,6
Øvrige aktiver og passiver	0,6	0,4
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank		
Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
Danske Bank	60.817	58.305

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

AKTIEUDLÅN I 1.000 DKK	2014	2013
Kursværdi af udlånte aktier	98.741	0
Sikkerhed for udlånte aktier i form af:		
Noterede obligationer fra danske udstedere	111.768	0
I alt sikkerhed	111.768	0

DANMARK INDEKS SMALL CAP

Investerer indeksbaseret i danske small cap-aktier samt øvrige small cap-aktier, noteret på Nasdaq Copenhagen.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer fortrinsvis i mindre og mellemstore danske aktier. Afdelingen omfatter investering i aktier, som på købstidspunktet indgår i KFMX-aktieindeks eller i aktier, som Nasdaq Copenhagen har offentliggjort, vil komme til at indgå i indekset. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til kursudviklingen på danske small cap-aktier. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til enkeltlande, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, risici tilknyttet investeringsstilen samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 5 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 4,99 pct., mens benchmark steg 6,03 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og har indfriet vores forventninger om positivt afkast, men konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving.

Markedet

På det danske aktiemarked gav small cap-aktierne i KFMX-indekset et afkast på 6,03 pct., hvilket var markant dårligere

end de største selskaber udtrykt ved OMX C20-indekset, der steg 17,22 pct. i 2014.

Blandt de mest betydningsfulde selskaber i indekset var Royal Unibrew, Ossur og Alm. Brand de aktier, som gav det højeste afkast. Omvendt var D S Norden, Rockwool og OW Bunker præget af store kursfald. Selskaber i sektorerne bioteknologi og banker var blandt dem, som generelt gav de højeste afkast, hvorimod selskaber indenfor skibsfart samt fremstilling af byggematerialer gav de laveste afkast.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 1,04 procentpoint lavere end ændringen i benchmark, og der var således en tilfredsstillende overensstemmelse mellem afdelingens afkast og udvikling i benchmark.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Hvis den økonomiske vækst i USA, Europa og Japan bliver svagere end forventet, vil det kunne medføre, at den forventede vækst i selskabernes indtjening udebliver, og dette er en væsentlig risikofaktor for aktiemarkedet i 2015. En anden væsentlig risikofaktor for aktiemarkedet er en forøget usikkerhed om fremtiden. Der er mange forhold, som vil kunne medføre såvel svagere vækst som forøget usikkerhed. Blandt disse kan nævnes politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, gældsloftsproblemer eller frygt for en strammere pengepolitik i USA, stigende obligationsrenter, skuffende vækst i Kina og en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten eller anden geopolitisk uro.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive, men beherskede afkast på aktiemarkedet i 2015, understøttet af vækst i selskabernes indtjening. Dette er baseret på en forventning om, at den pæne økonomiske vækst i USA fortsætter i 2015, samtidig med at væksten i Europa forventes at stige. Der er dog risiko for tilbagefald i aktiekurserne, hvis væksten skuffer, eller der opstår fornyet usikkerhed om fremtiden. Blandt de mange forhold, der vil kunne udløse dette, er politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, frygt for en strammere pengepolitik i USA, en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten og skuffende vækst i Kina.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Maj 1999
Risikoindikator [1-7]: 5
Benchmark: NASDAQ OMC Copenhagen KFMX Index
Fondskode: DK0060244242
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

BRANCHEFORDELING

Finans	31,2%
Industri	24,2%
Sundhedspleje	21,9%
Konsumtvarer	7,2%
Forbrugsgoder	6,6%
Øvrige inkl. likvide	8,9%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,62
Standardafvigelse	15,07
Tracking error	5,43
Information Ratio	0,02
Sharpe Ratio (benchm.)	0,71
Standardafvigelse (benchm.)	12,99
Active share	3,72

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

DANMARK INDEKS SMALL CAP



Efter et år med meget høj indtjeningsvækst i de danske børsnoterede selskaber venter vi fortsat indtjeningsvækst i 2015 om end på et lavere niveau, og vi venter således et moderat positivt aktiemarked i 2015.

Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger det valgte benchmark. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast, der er lidt lavere end udviklingen i det valgte benchmark, idet omkostningerne trækkes fra i afkastet.

DANMARK INDEKS SMALL CAP

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	0	+3
2 Udbytter	1.667	569
I alt renter og udbytter	1.667	567
3 Andre indtægter og omkostninger:		
Andre indtægter	14	0
I alt andre indtægter og omkostninger:	14	0
4 Kursgevinster og -tab:		
Kapitalandele	1.632	15.834
5 Handelsomkostninger	+127	+33
I alt kursgevinster og -tab	1.505	15.801
I alt indtægter	3.187	16.368
6 Administrationsomkostninger	674	327
Resultat før skat	2.512	16.041
7 Skat	26	13
Årets nettoresultat	2.486	16.028
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	+15.826	+12.556
Overført fra sidste år	+28.658	61
I alt formuebevægelser	+44.484	+12.495
Til disposition	+41.998	3.534
8 Til rådighed for udlodning	+36.899	+28.658
Overført til udlodning næste år	+36.899	+28.658
Overført til formuen	+5.099	32.192

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	1.609	2.106
I alt likvide midler	1.609	2.106
Kapitalandele:		
Not. aktier fra DK selskaber	119.369	67.831
Not. aktier fra udl. selskaber	7.952	5.533
I alt kapitalandele	127.321	73.364
Andre aktiver:		
Mellemvær. vedr. handelsafv.	533	1.900
I alt andre aktiver	533	1.900
Aktiver i alt	129.463	77.370
PASSIVER		
9 Medlemmernes formue	129.419	77.267
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	44	102
I alt anden gæld	44	102
Passiver i alt	129.463	77.370

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	35,94	+25,34	4,12	47,77	4,99
Benchmarkafkast (pct.)	17,90	+23,95	16,51	47,05	6,03
Indre værdi (DKK pr. andel)	117,28	86,78	90,36	131,30	137,84
Nettoresultat (t.DKK)	9.876	+14.534	382	16.028	2.486
Udbytte (DKK pr. andel)	1,00	0,00	1,75	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,46	1,62	1,64	0,75	0,56
ÅOP	2,09	2,30	2,24	0,99	0,96
Omsætningshastighed (antal gange)	1,44	1,47	1,13	0,49	0,42
Medlemmernes formue (t.DKK)	43.230	18.731	30.261	77.267	129.419
Antal andele	368.600	215.833	334.898	588.500	938.880
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

DANMARK INDEKS SMALL CAP

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE (FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	0	÷3
I alt renteindtægter	0	÷3

NOTE 2: UDBYTTET I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	1.465	464
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	151	105
Øvrige udbytter	50	0
I alt udbytter	1.667	569

NOTE 3: ANDRE INDTÆGTER OG OMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Gebyrindtægt ved aktieudlån	14	0
I alt andre indtægter og omkostninger	14	0

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	3.929	15.144
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	÷2.297	691
Handelsomkostninger	÷127	÷33
I alt kursgevinster og -tab	1.505	15.801

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷207	÷72
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	80	39
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷127	÷33

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Markedsføringsomkostninger	0	0	86	10
Gebyrer til depotselskab	0	0	17	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	52	1
Øvrige omkostninger	6	3	6	6
Managementhonorar	542	0	133	0
Fast administrationshonorar	123	0	15	0
I alt opdelte adm.omk.	671	3	309	18
I alt adm.omkostninger		674		327

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne m.v., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	26	13
I alt skat	26	13

NOTE 8: TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	1.667	567
Ikke refunderbar udbytteskat	÷26	÷13
Regulering vedr. udbytteskat m.v.	14	0
Kursgevinst til udlodning	5.877	1.238
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	674	327
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	÷15.826	÷12.556
Fremførbare tab fra sidste år	0	÷18.126
Udlodning overført fra sidste år	÷28.658	61
I alt til rådighed for udlodning, brutto	÷37.626	÷29.156
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	÷727	÷498
I alt til rådighed for udlodning, netto	÷36.899	÷28.658

NOTE 9: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	588.500	77.267	334.898	30.261
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		0		÷586
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		0		1
Emissioner i året	406.380	56.953	327.911	39.119
Indløsninger i året	÷56.000	÷7.494	÷74.309	÷7.768
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		207		213
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		15.826		12.556
Overført til udlodning fra sidste år		28.658		÷61
Overført til udlodning næste år		÷36.899		÷28.658
Overførsel af periodens resultat		÷5.099		32.192
I alt medlemmernes formue	938.880	129.419	588.500	77.267

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,4	94,9
I alt finansielle instrumenter	98,4	94,9
Øvrige aktiver og passiver	1,6	5,1
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelsvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

AKTIEUDLÅN I 1.000 DKK	2014	2013
Kursværdi af udlånte aktier	28.796	0
Sikkerhed for udlånte aktier i form af:		
Noterede obligationer fra danske udstedere	32.089	0
I alt sikkerhed	32.089	0

DANNEBROG MELLEMLANGE OBLIGATIONER

Investerer i obligationer udstedt i danske kroner eller euro med en gennemsnitlig varighed som mellem-lange obligationer. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i obligationer udstedt i danske kroner eller euro (minimum 90 pct. af afdelingens formue skal være danske obligationer), har afdelingen primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den danske rente. Afdelingen afdækker eventuel valutarisiko og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, enkeltlandrisiko, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekset er afdelingen placeret i kategori 2 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 6,05 pct., mens benchmark steg 6,32 pct. Afdelingens afkast var tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter, mens det samlede afkast mere end indfriele vores forventninger om et positivt afkast, godt hjulpet på vej af det kraftige rentefald henover året.

Markedet

2014 var et år med næsten uafbrudte rentefald. Det var ikke vores forventning i slutningen af 2013, men stor interna-

tionale efterspørgsel efter sikre obligationer, lav vækst, uro i Rusland og Ukraine samt en overraskende lav inflation, der ikke er set lavere siden 1950'erne, var årsager til rentefaldet. Kombinationen af lav vækst og manglende inflation var medvirkende årsager til, at den europæiske centralbank (ECB) sænkede renten to gange i løbet af året. I Danmark valgte Nationalbanken at fastholde udlånsrenten uændret på 0,2 pct.

Renten på den toneangivende danske statsobligation 1,5% 2023 faldt hen over året 1,54 procentpoint og endte året i rekordlave 0,55 pct.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,27 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Det kraftige rentefald hen over året medførte meget høje afkast på specielt lange obligationer. Afdelingens beholdning af 30-årige statsobligationer gav i årets løb et afkast på godt og vel 28 pct. og var herved afdelingens bedste investering. I modsat retning trak en mindre beholdning af korte realkreditobligationer, som i årets løb gav et svagt negativt afkast. Gennem året havde afdelingen en overvægt af realkreditobligationer og en tilsvarende undervægt af statsobligationer, hvilket bidrog positivt til det relative afkast, da realkreditobligationer i gennemsnit klarede sig bedre end statsobligationer. Afdelingen havde gennem året en lavere renterisiko end benchmark. Dette bidrog negativt til det relative afkast, da renten, mod forventning, faldt.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Som konsekvens af lav vækst har centralbankerne på tværs af de store økonomier holdt renterne på et ekstremt lavt niveau i en årrække. Den amerikanske centralbank har dog signaleret en ende på den meget lempelige pengepolitik, og en bedring af de økonomiske udsigter vil medføre, at de korte renter bliver hævet. Dette kan påvirke afdelingens afkast negativt. Omvendt vil en svagere vækst end forventet kunne påvirke afdelingens afkast positivt.

Danske realkreditobligationer var ultimo 2014 igen afdelingens største investeringsområde. Den økonomiske udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: April 1986
Risikoindeks (1-7): 2
Benchmark: Danske Capitals danske obligationsindeks for bruttobeskattede investorer; varighed på 4 år
Fondskode: DK0010078070
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	32,1%
1-3 år	31,2%
3-5 år	7,7%
5-10 år	21,4%
Over 10 år	5,7%
Øvrige inkl. likvide	1,9%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,74
Standardafvigelse	2,21
Tracking error	1,09
Information Ratio	0,04
Sharpe Ratio (benchm.)	1,26
Standardafvigelse (benchm.)	3,03

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

DANNEBROG MELLEMLANGE OBLIGATIONER



ren, vil derfor have stor betydning for investorernes afkast. Det danske renteniveau er set i et historisk perspektiv meget lavt, og en rentestigning vil derfor kunne udhule afdelingens afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

For 2015 forventer vi lave, men positive afkast på obligationerne. Det nuværende renteniveau er fortsat lavt i historisk perspektiv, og der er risiko for stigende renter. Hvis væksten eller inflationen overrasker på opsidet, vil renten stige mere, end vi forventer. Dette kan betyde, at obligationer kan give negativt afkast i 2015. Omvendt kan en svagere vækst eller en lavere inflationsudvikling end forventet presse renterne yderligere ned. Men renterne er allerede på et lavt niveau, så der er en grænse for, hvor meget renten kan falde fra det nuværende meget lave niveau.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi, og ved indgangen til året har afdelingen en overvægt af realkreditobligationer og en undervægt af renterisiko set i forhold til benchmark. For 2015 er det forventningen, at afdelingen som følge af de lave renter opnår et lavt om end et positivt afkast på niveau med benchmark. Afkastet kan dog blive både højere eller lavere end benchmark, blandt andet som følge af usikkerheden på de finansielle markeder.

DANNEBROG MELLEMLANGE OBLIGATIONER

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	265.697	397.029
I alt renter og udbytter	265.697	397.029
Kursgevinster og -tab:		
2 Obligationer	424.243	÷299.981
Afledte finansielle instr:	10.990	3
3 Handelsomkostninger	0	0
I alt kursgevinster og -tab	435.233	÷299.978
I alt indtægter	700.930	97.051
4 Administrationsomkostninger	59.604	80.428
Resultat før skat	641.326	16.623
Skat	0	0
Årets nettoresultat	641.326	16.623
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	÷41.374	÷49.271
Overført fra sidste år	7.901	12.087
I alt formuebevægelser	÷33.473	÷37.184
Til disposition	607.853	÷20.562
5 Til rådighed for udlodning	406.142	405.273
Foreslået udlodning	297.790	239.923
Udbetalt acontoudlodning	100.391	157.448
Overført til udlodning næste år	7.961	7.901
Overført til formuen	201.710	÷425.835

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	9.832	146.753
I alt likvide midler	9.832	146.753
Obligationer:		
Not. obl. fra danske udstedere	9.038.320	11.325.821
Not. obl. fra udl. udstedere	716.347	918.463
I alt obligationer	9.754.667	12.244.285
Afl. finansielle instr.:		
Unot. afl. finansielle instr.	2.662	0
I alt afledte finansielle instr.	2.662	0
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter; udbytter m.m.	62.035	91.486
I alt andre aktiver	62.035	91.486
Aktiver i alt	9.829.196	12.482.524
PASSIVER		
6 Medlemmernes formue	9.746.252	12.436.191
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	2.730	16.373
Mellemvær vedr. handelsafv.	80.151	29.904
Ikke hævet udl. fra tidl. år	63	56
I alt anden gæld	82.944	46.333
Passiver i alt	9.829.196	12.482.524

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	5,16	5,40	5,39	0,18	6,05
Benchmarkafkast (pct.)	5,35	7,81	3,65	÷1,03	6,32
Indre værdi (DKK pr. andel)	100,52	98,50	101,50	98,48	101,46
Nettoresultat (t.DKK)	838.316	741.499	911.241	16.623	641.326
Udbytte (DKK pr. andel)	7,25	2,00	3,35	3,00	4,10
Administrationsomkostninger (pct.)	0,54	0,55	0,55	0,54	0,55
ÅOP	0,69	0,76	0,76	0,71	0,72
Omsætningshastighed (antal gange)	1,10	0,28	0,37	0,09	0,17
Medlemmernes formue (t.DKK)	15.282.679	18.066.870	16.634.960	12.436.191	9.746.252
Antal andele	152.035.227	183.421.371	163.896.909	126.275.453	96.061.385
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

DANNEBROG MELLEMLANGE OBLIGATIONER

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE (FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	0	2.083
Noterede obligationer fra danske udstedere	246.564	366.581
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	19.129	27.398
Andre renteindtægter	4	967
I alt renteindtægter	265.697	397.029

NOTE 2: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede obligationer fra danske udstedere	384.273	÷298.619
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	39.970	÷1.362
Renteforretninger	10.990	3
I alt kursgevinster og -tab	435.233	÷299.978

NOTE 3: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	0	0
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	0	0

NOTE 4: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	105
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	89
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	59
Markedsføringsomkostninger	0	0	27.464	3.497
Gebyrer til depotselskab	0	0	1.536	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	7.859	267
Øvrige omkostninger	365	419	1.142	1.137
Managementhonorar	49.056	0	34.337	0
Fast administrationshonorar	9.763	0	2.937	0
Fast opdelte adm.omk.	59.185	419	75.275	5.153
I alt adm.omkostninger	59.604	59.604	80.428	80.428

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetægelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne mv. der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 5: TIL RÅDIGHED FOR UDLDNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	265.697	397.029
Kursgevinst til udlodning	233.522	125.857
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	59.604	80.428
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	÷41.374	÷49.271
Udlodning overført fra sidste år	7.901	12.087
I alt til rådighed for udlodning, netto	406.142	405.273

NOTE 6: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	126.275.453	12.436.191	163.896.909	16.634.960
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷239.923		÷344.184
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		27.485		16.602
Emissioner i året	56.542	5.611	274.872	27.459
Indløsninger i året	÷30.270.610	÷3.026.985	÷37.896.328	÷3.764.071
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		2.938		6.251
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		41.374		49.271
Overført til udlodning fra sidste år		÷7.901		÷12.087
Overført til udlodning næste år		7.961		7.901
Foreslået udlodning		297.790		239.923
Overførsel af periodens resultat		201.710		÷425.835
I alt medlemmernes formue	96.061.385	9.746.252	126.275.453	12.436.191

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	100,1	98,5
I alt finansielle instrumenter	100,1	98,5
Øvrige aktiver og passiver	÷0,1	1,5
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

DANSKE INDEKSobligationER

Investerer i danske indeksobligationer. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i danske indeksobligationer, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i renten på danske indeksobligationer. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, enkeltlandrisiko, renterisiko, kreditrisiko samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 3 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 4,87 pct. mens benchmark steg 6,14 pct. Afdelingens afkast er således mindre tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter. Vores forventning om en mindre rentestigning på lange obligationer og negative afkast på danske indeksobligationer i andet halvår 2014 blev ikke indfriet. Inflationen blev heller ikke højere i løbet af andet halvår, som vi forventede medio året.

Markedet

2014 blev et år, hvor danske indeksobligationer nød godt af et generelt rentefald på almindelige obligationer. Markedets forventninger om lav inflation lagde til gengæld en dæmper på afkastene på indeksobligationer. Konflikten i Ukraine fik

renterne til at falde, og der kom en stigende frygt for direkte deflation i Europa understøttet af faldende oliepriser. For at imødegå deflationstruslen lempede Den Europæiske Centralbank pengepolitikken ved bl.a. at nedsætte flere rentesatser.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens lavere andel end andelen i markedet af den 10-årige danske statsindeksobligation var en medvirkende årsag til, at afdelingens afkast blev lavere end markedsafkastet. Beholdningen af korte jordbrugsindeksobligationer med udløb i 2019 og 2021 trak ligeledes afkastet lidt ned i 2014, idet korte indeksobligationer typisk gav lavere afkast end lange indeksobligationer.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Afdelingen investerer udelukkende i danske indeksobligationer. Den største risiko er derfor, at råvarepriserne falder kraftigt, hvilket vil trække den faktiske inflation i Danmark ned. Den anden væsentlige risiko er, at realrenterne stiger betydeligt. Det vil medføre kurstab på indeksobligationerne. Dette kan ske, såfremt den europæiske gældskrise bliver fuldstændig løst, samt at væksten overrasker positivt. I det miljø vil alle renter stige.

Afdelingens obligationer er primært udstedt af danske realkreditinstitutter. Danske realkreditobligationer anses for at have en meget lav kreditrisiko. Faldende huspriser og øgede tab på lån i realkreditinstitutterne kan eventuelt mindske investorernes tillid til realkreditobligationer generelt – herunder danske realkreditindeksobligationer.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at Den Europæiske Centralbank vil lempe pengepolitikken yderligere ved at foretage opkøb af obligationer. Vi vurderer, at inflationen vil forblive lav i 2015, men at den vil tiltage henover året. I forhold til markedets meget moderate inflationsforventninger vurderer vi, at der er plads til positive overraskelser.

For 2015 er det forventningen, at afdelingen som følge af de lave renter opnår et lavt om end et positivt afkast. Vi forventer

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: November 1996
Risikoindikator [1-7]: 3
Benchmark: Nykredit IL-indeks (MTG)
Fondskode: DK0015942650
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

1-3 år	4,5%
3-5 år	22,3%
5-10 år	71,5%
Øvrige inkl. likvide	1,7%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,06
Standardafvigelse	3,90
Tracking error	1,18
Information Ratio	-0,60
Sharpe Ratio (benchm.)	1,20
Standardafvigelse (benchm.)	4,05

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

DANSKE INDEKS OblIGATIONER



ter, at afkastet på danske indeksobligationer bliver højere end sammenlignelige almindelige obligationer, i tråd med at inflationsforventningerne opjusteres.

Afdelingen vil følge en investeringsstrategi, hvor andelen af lange indeksobligationer vil blive fastholdt eller mindsket lidt.

DANSKE INDEKSOBLIGATIONER

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	3.808	6.689
I alt renter og udbytter	3.808	6.689
Kursgevinster og -tab:		
2 Obligationer	7.197	÷19.841
3 Handelsomkostninger	0	0
I alt kursgevinster og -tab	7.197	÷19.841
I alt indtægter	11.005	÷13.153
4 Administrationsomkostninger	1.180	1.819
Resultat før skat	9.825	÷14.971
Skat	0	0
Årets nettoresultat	9.825	÷14.971
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	÷5.293	÷4.586
Overført fra sidste år	70	302
I alt formuebevægelser	÷5.223	÷4.283
Til disposition	4.602	÷19.255
5 Til rådighed for udlodning	22.611	26.425
Foreslået udlodning	22.611	26.354
Overført til udlodning næste år	0	70
Overført til formuen	÷18.009	÷45.680

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	107	412
I alt likvide midler	107	412
Obligationer:		
Not. obl. fra danske udstedere	177.809	262.117
I alt obligationer	177.809	262.117
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	1.539	2.683
I alt andre aktiver	1.539	2.683
Aktiver i alt	179.455	265.212
PASSIVER		
6 Medlemmernes formue	179.403	259.905
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	52	346
Mellemvær. vedr. handelsaf v.	0	4.961
I alt anden gæld	52	5.307
Passiver i alt	179.455	265.212

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	5,19	12,62	6,33	÷4,59	4,87
Benchmarkafkast (pct.)	-	-	-	-	6,14
Indre værdi (DKK pr. andel)	116,11	124,88	128,85	120,32	113,46
Nettoresultat (t.DKK)	22.228	45.478	24.225	÷14.971	9.825
Udbytte (DKK pr. andel)	5,25	3,75	2,75	12,20	14,30
Administrationsomkostninger (pct.)	0,55	0,56	0,57	0,56	0,56
ÅOP	0,59	0,60	0,61	0,60	0,60
Omsætningshastighed (antal gange)	0,09	0,00	0,01	0,01	0,11
Medlemmernes formue (t.DKK)	408.641	394.197	388.947	259.905	179.403
Antal andele	3.519.504	3.156.504	3.018.504	2.160.204	1.581.204
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

DANSKE INDEKSOBLIGATIONER

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE
(FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	0	÷22
Noterede obligationer fra danske udstedere	3.808	6.710
I alt renteindtægter	3.808	6.689

NOTE 2: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede obligationer fra danske udstedere	7.197	÷19.841
I alt kursgevinster og -tab	7.197	÷19.841

NOTE 3: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	0	0
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	0	0

NOTE 4: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	2
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	2
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	1
Markedsføringsomkostninger	0	0	621	76
Gebyrer til depotselskab	0	0	46	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	178	6
Øvrige omkostninger	8	9	25	36
Managementhonorar	957	0	733	0
Fast administrationshonorar	207	0	92	0
I alt opdelte adm.omk.	1.172	9	1.695	124
I alt adm.omkostninger	1.180	1.180	1.819	1.819

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne m.v., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 5: TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	3.808	6.689
Kursgevinst til udlodning	25.206	25.839
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	1.180	1.819
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	÷5.293	÷4.586
Udlodning overført fra sidste år	70	302
I alt til rådighed for udlodning, brutto	22.611	26.425
I alt til rådighed for udlodning, netto	22.611	26.425

NOTE 6: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	2.160.204	259.905	3.018.504	388.947
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷26.354		÷8.301
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		903		624
Emissioner i året	5.553	604	0	0
Indløsninger i året	÷584.553	÷65.637	÷858.300	÷106.665
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		158		272
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		5.293		4.586
Overført til udlodning fra sidste år		÷70		÷302
Overført til udlodning næste år		0		70
Foreslået udlodning		22.611		26.354
Overførsel af periodens resultat		÷18.009		÷45.680
I alt medlemmernes formue	1.581.204	179.403	2.160.204	259.905

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,1	100,9
I alt finansielle instrumenter	99,1	100,9
Øvrige aktiver og passiver	0,9	÷0,9
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

DANSKE KORTE OBLIGATIONER

Investerer i obligationer udstedt i danske kroner eller euro med en gennemsnitlig varighed som korte obligationer. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i obligationer udstedt i danske kroner eller euro (minimum 90 pct. af afdelingens formue skal være danske obligationer), har afdelingen primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den danske rente. Afdelingen afdækker eventuel valutarisiko og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, enkeltlandrisiko, renterisiko, kreditrisiko, selskabs-specifikke forhold samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 2 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 1,87 pct., mens benchmark steg 2,55 pct. Afdelingens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter, mens det samlede afkast mere end indfriele vores forventninger om et positivt afkast, godt hjulpet på vej af det kraftige rentefald hen over året.

Markedet

2014 var et år med næsten uafbrudte rentefald. Det var ikke vores forventning i slutningen af 2013, men stor interna-

ional efterspørgsel efter sikre obligationer, lav vækst, uro i Rusland og Ukraine samt en overraskende lav inflation, der ikke er set lavere siden 1950'erne, var årsager til rentefaldet. Kombinationen af lav vækst og manglende inflation var medvirkende årsager til, at Den Europæiske Centralbank (ECB) sænkede renten to gange i løbet af året. I Danmark valgte Nationalbanken at fastholde udlånsrenten uændret på 0,2 pct.

Renten på den toneangivende danske statsobligation 1,5% 2023 faldt hen over året 1,54 procentpoint og endte året i rekordlave 0,55 pct.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,68 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Det kraftige rentefald hen over året medførte meget høje afkast på specielt lange obligationer. Afdelingens beholdning af statsobligationer med udløb i 2021 gav i årets løb et afkast på knap 10 pct. og var herved afdelingens bedste investering. I modsat retning trak en mindre beholdning af korte realkreditobligationer, som i årets løb gav et svagt negativt afkast. Gennem året havde afdelingen en overvægt af realkreditobligationer og en tilsvarende undervægt af statsobligationer, hvilket bidrog positivt til det relative afkast, da realkreditobligationer i gennemsnit klarede sig bedre end statsobligationer. Afdelingen havde gennem året en lavere renterisiko end benchmark. Dette bidrog negativt til det relative afkast, da renten, mod forventning, faldt.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Som konsekvens af lav vækst har centralbankerne på tværs af de store økonomier holdt renterne på et ekstremt lavt niveau i en årrække. Den amerikanske centralbank har dog signaleret en ende på den meget lempelige pengepolitik, og en bedring af de økonomiske udsigter vil medføre, at de korte renter bliver hævet. Dette kan påvirke afdelingens afkast negativt. Omvendt vil en svagere vækst end forventet kunne påvirke afdelingens afkast positivt.

Danske realkreditobligationer var ultimo 2014 igen afdelingens største investeringsområde. Den økonomiske udvikling

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: December 2004
Risikoindeksator [1-7]: 2
Benchmark: Danske Capitals danske obligationsindeks for bruttobeskattede investorer; varighed på 2 år.
Fondskode: DK0016290422
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	64,6%
1-3 år	12,9%
3-5 år	12,6%
5-10 år	9,1%
Øvrige inkl. likvide	0,8%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	2,01
Standardafvigelse	1,03
Tracking error	0,88
Information Ratio	0,08
Sharpe Ratio (benchm.)	1,36
Standardafvigelse (benchm.)	1,48

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

DANSKE KORTE OBLIGATIONER



i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren, vil derfor have stor betydning for investorernes afkast. Det danske renteniveau er set i et historisk perspektiv meget lavt, og en rentestigning vil derfor kunne udhule afdelingens afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

For 2015 forventer vi lave, men positive afkast på obligationerne. Det nuværende renteniveau er fortsat lavt i historisk perspektiv, og der er risiko for stigende renter. Hvis væksten eller inflationen overrasker på opsidet, vil renten stige mere, end vi forventer. Dette kan betyde, at obligationer kan give negativt afkast i 2015. Omvendt kan en svagere vækst eller en lavere inflationsudvikling end forventet presse renterne yderligere ned. Men renterne er allerede på et lavt niveau, så der er en grænse for, hvor meget renten kan falde fra det nuværende meget lave niveau.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi, og ved indgangen til året har afdelingen en overvægt af realkreditobligationer og en undervægt af renterisiko set i forhold til benchmark. For 2015 er det forventningen, at afdelingen som følge af de lave renter opnår et lavt om end et positivt afkast på niveau med benchmark. Afkastet kan dog blive både højere eller lavere end benchmark, blandt andet som følge af usikkerheden på de finansielle markeder.

DANSKE KORTE OBLIGATIONER

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	85.467	108.949
I alt renter og udbytter	85.467	108.949
Kursgevinster og -tab:		
2 Obligationer	7.123	÷38.907
Afledte finansielle instr.	178	÷18
Valutakonti	÷4	÷24
3 Handelsomkostninger	0	0
I alt kursgevinster og -tab	7.297	÷38.950
I alt indtægter	92.764	69.999
4 Administrationsomkostninger	15.484	18.371
Resultat før skat	77.280	51.628
Skat	0	0
Årets nettoresultat	77.280	51.628
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	÷12.689	÷10.189
Overført fra sidste år	200	591
I alt formuebevægelser	÷12.489	÷9.598
Til disposition	64.790	42.030
5 Til rådighed for udlodning	68.560	83.000
Foreslået udlodning	66.870	82.800
Overført til udlodning næste år	1.690	200
Overført til formuen	÷3.769	÷40.971

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	679	16.475
I alt likvide midler	679	16.475
Obligationer:		
Not. obl. fra danske udstedere	3.194.861	4.184.255
Not. obl. fra udl. udstedere	205.388	219.120
I alt obligationer	3.400.249	4.403.374
Afl. finansielle instr.:		
Not. afl. finansielle instr.	234	0
I alt afledte finansielle instr.	234	0
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	20.284	32.128
Mellemvær. vedr. handelsaf v.	0	11.291
I alt andre aktiver	20.284	43.419
Aktiver i alt	3.421.446	4.463.268
PASSIVER		
6 Medlemmernes formue	3.419.509	4.457.013
Afledte finansielle instrumenter:		
Unot. afl. finansielle instr.	43	23
I alt afledte finansielle instr.	43	23
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	669	3.676
Mellemvær. vedr. handelsaf v.	1.225	2.555
I alt anden gæld	1.894	6.231
Passiver i alt	3.421.446	4.463.268

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	3,41	2,83	3,66	1,11	1,87
Benchmarkafkast (pct.)	3,57	4,40	2,14	÷0,13	2,55
Indre værdi (DKK pr. andel)	102,22	101,77	103,44	102,27	102,27
Nettoresultat (t.DKK)	59.645	81.433	146.867	51.628	77.280
Udbytte (DKK pr. andel)	3,25	2,00	2,30	1,90	2,00
Administrationsomkostninger (pct.)	0,36	0,38	0,37	0,37	0,38
ÅOP	0,51	0,56	0,55	0,50	0,52
Omsætningshastighed (antal gange)	0,46	0,55	0,46	0,22	0,45
Medlemmernes formue (t.DKK)	2.270.245	3.993.687	5.080.586	4.457.013	3.419.509
Antal andele	22.208.599	39.241.057	49.115.400	43.579.060	33.434.802
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

DANSKE KORTE OBLIGATIONER

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE
(FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	0	146
Noterede obligationer fra danske udstedere	81.994	104.859
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	3.473	3.705
Andre renteindtægter	0	238
I alt renteindtægter	85.467	108.949

NOTE 2: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede obligationer fra danske udstedere	1.405	÷47.821
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	5.718	8.913
Terminforretninger/futures m.m.	5	÷57
Renteforretninger	173	2
REPO'er	0	37
Valutakonti	÷4	÷24
I alt kursgevinster og -tab	7.297	÷38.950

NOTE 3: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	0	0
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	0	0

NOTE 4: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	35
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	30
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	20
Markedsføringsomkostninger	0	0	5.328	1.173
Gebyrer til depotselskab	0	0	517	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	2.000	89
Øvrige omkostninger	131	151	378	384
Managementhonorar	11.519	0	7.416	0
Fast administrationshonorar	3.683	0	1.001	0
I alt opdelte adm.omk.	15.334	151	16.640	1.731
I alt adm.omkostninger		15.484		18.371

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetægelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne m.v. der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar:

NOTE 5: TIL RÅDIGHED FOR UDLØDNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	85.467	108.949
Kursgevinst til udlodning	11.066	2.084
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	15.484	18.371
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	÷12.689	÷10.189
Fremførbare tab fra sidste år	0	÷63
Udlodning overført fra sidste år	200	591
I alt til rådighed for udlodning, netto	68.560	83.000

NOTE 6: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	43.579.060	4.457.013	49.115.400	5.080.586
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷82.800		÷112.965
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		6.081		÷9.656
Emissioner i året	1.639.995	167.421	6.784.336	698.343
Indløsninger i året	÷11.784.253	÷1.206.757	÷12.320.676	÷1.253.489
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		1.272		2.567
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		12.689		10.189
Overført til udlodning fra sidste år		÷200		÷591
Overført til udlodning næste år		1.690		200
Foreslået udlodning		66.870		82.800
Overførsel af periodens resultat		÷3.769		÷40.971
I alt medlemmernes formue	33.434.802	3.419.509	43.579.060	4.457.013

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,4	98,8
I alt finansielle instrumenter	99,4	98,8
Øvrige aktiver og passiver	0,6	1,2
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

DANSKE LANGE OBLIGATIONER

Investerer i obligationer udstedt i danske kroner eller euro med en gennemsnitlig varighed som lange obligationer. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i obligationer udstedt i danske kroner eller euro (minimum 90 pct. af afdelingens formue skal være danske obligationer), har afdelingen primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den danske rente. Afdelingen afdækker eventuel valutarisiko og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, enkeltlandrisiko, renterisiko, kreditrisiko, selskabs-specifikke forhold samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 3 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 8,56 pct., mens benchmark steg 9,51 pct. Afdelingens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter, mens det samlede afkast mere end indfriele vores forventninger om et positivt afkast, godt hjulpet på vej af det kraftige rentefald hen over året.

Markedet

2014 var et år med næsten uafbrudte rentefald. Det var ikke vores forventning i slutningen af 2013, men stor interna-

tionale efterspørgsel efter sikre obligationer, lav vækst, uro i Rusland og Ukraine samt en overraskende lav inflation, der ikke er set lavere siden 1950'erne, var årsager til rentefaldet. Kombinationen af lav vækst og manglende inflation var medvirkende årsager til, at Den Europæiske Centralbank (ECB) sænkede renten to gange i løbet af året. I Danmark valgte Nationalbanken at fastholde udlånsrenten uændret på 0,2 pct.

Renten på den toneangivende danske statsobligation 1,5% 2023 faldt hen over året 1,54 procentpoint og endte året i rekordlave 0,55 pct.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,95 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Det kraftige rentefald hen over året medførte meget høje afkast på specielt lange obligationer. Afdelingens beholdning af 30-årige statsobligationer gav i årets løb et afkast på godt og vel 28 pct. og var herved afdelingens bedste investering. I den modsatte retning trak en mindre beholdning af korte realkreditobligationer, som i årets løb gav et svagt negativt afkast. Gennem året havde afdelingen en overvægt af realkreditobligationer og en tilsvarende undervægt af statsobligationer, hvilket bidrog positivt til det relative afkast, da realkreditobligationer i gennemsnit klarede sig bedre end statsobligationer. Afdelingen havde gennem året en lavere renterisiko end benchmark. Dette bidrog negativt til det relative afkast, da renten, mod forventning, faldt.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Som konsekvens af lav vækst har centralbankerne på tværs af de store økonomier holdt renterne på et ekstremt lavt niveau i en årrække. Den amerikanske centralbank har dog signaleret en ende på den meget lempelige pengepolitik, og en bedring af de økonomiske udsigter vil medføre, at de korte renter bliver hævet. Dette kan påvirke afdelingens afkast negativt. Omvendt vil en svagere vækst end forventet kunne påvirke afdelingens afkast positivt.

Danske realkreditobligationer var ultimo 2014 igen afdelingens største investeringsområde. Den økonomiske udvikling

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Juli 2001
Risikoindikator [1-7]: 3
Benchmark: Danske Capitals danske obligationsindeks for bruttobeskattede investorer; varighed på 6 år
Fondskode: DK0016105380
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	12,4%
1-3 år	48,4%
3-5 år	16,4%
5-10 år	14,2%
Over 10 år	7,3%
Øvrige inkl. likvide	1,3%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,46
Standardafvigelse	3,80
Tracking error	1,51
Information Ratio	0,12
Sharpe Ratio (benchm.)	1,16
Standardafvigelse (benchm.)	4,59

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

DANSKE LANGE OBLIGATIONER

i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren, vil derfor have stor betydning for investorernes afkast. Det danske renteniveau er set i et historisk perspektiv meget lavt, og en rentestigning vil derfor kunne udhule afdelingens afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

For 2015 forventer vi lave, men positive afkast på obligationerne. Det nuværende renteniveau er fortsat lavt i historisk perspektiv, og der er risiko for stigende renter. Hvis væksten eller inflationen overrasker på opsidet, vil renten stige mere, end vi forventer. Dette kan betyde, at obligationer kan give negativt afkast i 2015. Omvendt kan en svagere vækst eller en lavere inflationsudvikling end forventet presse renterne yderligere ned. Men renterne er allerede på et lavt niveau, så der er en grænse for, hvor meget renten kan falde fra det nuværende meget lave niveau.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi, og ved indgangen til året har afdelingen en overvægt af realkreditobligationer og en undervægt af renterisiko set i forhold til benchmark. For 2015 er det forventningen, at afdelingen som følge af de lave renter opnår et lavt om end et positivt afkast på niveau med benchmark. Afkastet kan dog blive både højere eller lavere end benchmark, blandt andet som følge af usikkerheden på de finansielle markeder.

DANSKE LANGE OBLIGATIONER

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	115.236	194.606
I alt renter og udbytter	115.236	194.606
Kursgevinster og -tab:		
2 Obligationer	270.353	÷187.322
Afledte finansielle instr:	5.802	÷5.455
Valutakonti	÷7	588
3 Handelsomkostninger	0	÷2
I alt kursgevinster og -tab	276.148	÷192.191
I alt indtægter	391.384	2.415
4 Administrationsomkostninger	24.542	29.642
Resultat før skat	366.842	÷27.227
Skat	0	0
Årets nettoresultat	366.842	÷27.227
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	÷11.757	÷24.104
Overført fra sidste år	3.753	4.837
I alt formuebevægelser	÷8.004	÷19.267
Til disposition	358.838	÷46.494
5 Til rådighed for udlodning	260.390	312.602
Foreslået udlodning	206.248	218.316
Udbetalt acontoudlodning	51.135	90.532
Overført til udlodning næste år	3.007	3.753
Overført til formuen	98.448	÷359.095

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	6.940	51.852
I alt likvide midler	6.940	51.852
Obligationer:		
Not. obl. fra danske udstedere	3.919.437	4.348.033
Not. obl. fra udl. udstedere	338.357	385.558
I alt obligationer	4.257.793	4.733.591
Afl. finansielle instr.:		
Not. afl. finansielle instr:	70	0
Unot. afl. finansielle instr:	295	0
I alt afledte finansielle instr.	365	0
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	31.779	44.066
Mellemvær. vedr. handelsaf.v.	105.368	0
I alt andre aktiver	137.147	44.066
Aktiver i alt	4.402.247	4.829.509
PASSIVER		
6 Medlemmernes formue	4.240.145	4.822.248
Afledte finansielle instrumenter:		
Unot. afl. finansielle instr:	123	57
I alt afledte finansielle instr.	123	57
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	1.192	6.120
Mellemvær. vedr. handelsaf.v.	160.786	1.083
I alt anden gæld	161.978	7.203
Passiver i alt	4.402.247	4.829.509

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	6,15	9,45	7,45	÷0,40	8,56
Benchmarkafkast (pct.)	7,55	11,40	4,32	÷2,30	9,51
Indre værdi (DKK pr. andel)	107,39	111,28	115,65	108,23	111,02
Nettoresultat (t.DKK)	356.696	573.618	456.501	÷27.227	366.842
Udbytte (DKK pr. andel)	7,00	3,75	6,85	6,80	6,70
Administrationsomkostninger (pct.)	0,55	0,55	0,55	0,54	0,55
ÅOP	0,77	0,78	0,78	0,71	0,72
Omsætningshastighed (antal gange)	0,60	0,20	0,51	0,56	0,35
Medlemmernes formue (t.DKK)	5.516.195	6.962.797	6.242.692	4.822.248	4.240.145
Antal andele	51.363.716	62.570.094	53.977.935	44.554.337	38.193.994
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

DANSKE LANGE OBLIGATIONER

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE
(FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	0	÷226
Noterede obligationer fra danske udstedere	102.098	167.871
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	13.138	26.111
Andre renteindtægter	0	851
I alt renteindtægter	115.236	194.606

NOTE 2: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede obligationer fra danske udstedere	247.564	÷181.826
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	22.790	÷5.496
Terminforretninger/futures m.m.	24	÷659
Renteforretninger	5.778	÷4.804
REPO'er	0	8
Valutakonti	÷7	588
Handelsomkostninger	0	÷2
I alt kursgevinster og -tab	276.148	÷192.191

NOTE 3: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	0	÷2
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	0	÷2

NOTE 4: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	39
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	33
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	22
Markedsføringsomkostninger	0	0	10.083	1.288
Gebyrer til depotselskab	0	0	572	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	2.888	98
Øvrige omkostninger	141	160	420	420
Managementhonorar	20.191	0	12.698	0
Fast administrationshonorar	4.050	0	1.081	0
I alt opdelte adm.omk.	24.381	160	27.742	1.899
I alt adm.omkostninger		24.542		29.642

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne mv., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 5: TIL RÅDIGHED FOR UDLDNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	115.236	194.606
Kursgevinst til udldning	177.700	166.904
Administrationsomkostninger til modregning i udldning	24.542	29.642
Udldningsregulering ved emission/indløsning	÷11.757	÷24.104
Udldning overført fra sidste år	3.753	4.837
I alt til rådighed for udldning, netto	260.390	312.602

NOTE 6: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	44.554.337	4.822.248	53.977.935	6.242.692
Udldning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷218.316		÷275.287
Ændring i udbetalt udldning pga emission/indløsning		14.851		16.805
Emissioner i året	254.443	27.295	436.827	48.012
Indløsninger i året	÷6.614.786	÷722.368	÷9.860.425	÷1.094.459
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		727		2.245
Regulering af udldning ved emissioner og indløsninger i året		11.757		24.104
Overført til udldning fra sidste år		÷3.753		÷4.837
Overført til udldning næste år		3.007		3.753
Foreslået udldning		206.248		218.316
Overførsel af periodens resultat		98.448		÷359.095
I alt medlemmernes formue	38.193.994	4.240.145	44.554.337	4.822.248

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	100,4	98,2
I alt finansielle instrumenter	100,4	98,2
Øvrige aktiver og passiver	÷0,4	1,8
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

EURO HIGH YIELD-OBLIGATIONER

Investorerer i udenlandske high yield-virksomhedsobligationer primært udstedt i EUR. Hovedparten af afdelingens investeringer afdækkes mod danske kroner. Afdelingen er aktivt styret .

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer i udenlandske high yield-virksomhedsobligationer, konvertible obligationer samt contingencyobligationer dvs. obligationer med lav kreditkvalitet, primært udstedt i euro. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for high yield-virksomhedsobligationer. Afdelingen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 4 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 5,66 pct., men benchmark steg 5,49 pct. Afdelingens afkast var meget tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter. Afdelingen har indfriet vores forventninger om et positivt afkast i 2014 grundet fald i de underliggende renter.

Markedet

Kreditspændene blev udvidet med 0,59 procentpoint til 3,87 procentpoint i løbet af året, som var præget af betydelige udsving i markederne. Kreditspændene blev indsnævret til under 2,8 procentpoint hen imod slutningen af første halvår. Uro og stigende risikovillighed førte til, at de brede kreditspænd blev udvidet til mere end 4,0 procentpoint midt i oktober. Særligt en sektor klarede sig dårligt, nemlig energisektoren. Det skarpe fald i olieprisen i andet halvdel af 2014 har selvsagt lagt et betydeligt pres på de olierelaterede selskaber (producenter, eksplorationsselskaber, olieservice-selskaber) - især de selskaber, der er mindre solide. Forbrugerselskaber med stor eksponering mod Europa har været negativt påvirket af den svage forbrugertilid og de negative nyheder fra detail-relaterede selskaber så som Phones4U og Tesco. Den udbredte forventning om, at den Europæiske Centralbank vil holde renterne på et lavt niveau og levere rigeligt med likviditet til det finansielle system har dog lagt en dæmper på frygten for et stigende antal misligholdelser inden for den nærmeste fremtid. High yield-selskaberne med den bedste kvalitet (typisk selskaber med en BB-kreditvurdering) klarede sig bedst generelt. Endvidere nød obligationer med høj kvalitet og med en høj varighed godt af de faldende renter og den kraftige efterspørgsel i løbet af året. Tendensen til, at virksomhederne vælger at indhente kapital i markedet i stedet for i banken, fortsatte i 2014. 2014 blev et rekordår med hensyn til nyudstedelser i det europæiske high yield marked.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,17 procentpoint højere end stigningen i benchmark. En overvægt i obligationer udstedt af forsikringsbranchen bidrog positivt til afdelingens relative afkast. En del af det positive bidrag var relateret til porteføljens undervægt i obligationer med den laveste kreditvurdering, idet disse obligationer klarede sig dårligt i anden halvdel af 2014. Afdelingens relative afkast blev negativt påvirket af porteføljens undervægt i obligationer med en BB-vurdering, som oplevede stor efterspørgsel i løbet af året. Porteføljens mindre undervægt i varighed bidrog også negativt til afdelingens resultat.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: September 2013
Risikoindikator [1-7]: 4
Benchmark: Barclays Capital Euro High Yield Index, 3% issuer capped, hedged til DKK
Fondskode: DK0060486843
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	13,1%
1-3 år	28,8%
3-5 år	34,4%
5-10 år	17,0%
Øvrige inkl. likvide	6,7%

EURO HIGH YIELD-OBLIGATIONER

Særlige risici ved markedsudviklingen 2015

Den største risiko i forhold til afkastet på europæiske high yield-obligationer er en stigende risikovillighed blandt investorerne. En sådan stigning kunne blive fremprovokeret i tilfælde af faldende data for væksten i den europæiske økonomi. Modsat, hvis disse vækstdata stiger, vil det typisk medføre højere renter, som så vil få en negativ indvirkning på det samlede afkast på europæiske high yield-obligationer. Endvidere vil stigende risikovillighed blandt investorerne kunne opstå som følge af geopolitiske begivenheder.

Forventninger til markedet samt strategi

For 2015 forventer vi lave, men positive afkast på obligationerne. Det nuværende renteniveau er fortsat lavt i historisk perspektiv, og der er risiko for stigende renter og dermed negativt afkast. Vi mener fortsat ikke, at der er megen værdi at hente i virksomhedsobligationer med en BB-vurdering, som giver den laveste rente, hvorimod obligationer med en B-vurdering og en højere rente forventes at give højere afkast i 2015. Når det så er sagt, er det sandsynligt, at vi vil opleve nogle særlige begivenheder, som vil gøre det endnu mere væsentligt at foretage omhyggelige papirvalg i 2015. Den lave vækst i Europa lægger pres på de mest sårbare high yield-virksomhedsobligationer. Vi har derfor undervægtet porteføljens beholdning af obligationer med den laveste kreditvurdering. Vi forventer, at tendensen med et højt niveau for nyudstedelser fra både eksisterende og nye udstedere vil fortsætte ind i 2015. Vi foretrækker fortsat eksponering mod banker i Europas kernelande i modsætning til i Europas periferilande. Med hensyn til obligationernes placering i kapitalstrukturen foretrækker vi obligationer udstedt af virksomheder, som står på et solidt økonomisk fundament, frem for obligationer udstedt af svagere selskaber.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværing af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

EURO HIGH YIELD-OBLIGATIONER

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	23.9.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	24.844	7.612
I alt renter og udbytter	24.844	7.612
Kursgevinster og -tab:		
2 Obligationer	7.761	14.321
Afledte finansielle instr:	÷2.202	+32
Valutakonti	2.613	817
Øvrige aktiver/passiver	0	0
3 Handelsomkostninger	÷22	÷2
I alt kursgevinster og -tab	8.151	15.103
I alt indtægter	32.995	22.716
4 Administrationsomkostninger	5.036	1.690
Resultat før skat	27.959	21.026
Skat	0	0
Årets nettoresultat	27.959	21.026
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	÷1.930	369
Overført fra sidste år	445	0
I alt formuebevægelser	÷1.485	369
Til disposition	26.474	21.395
5 Til rådighed for udlodning	39.864	7.265
Foreslået udlodning	39.598	6.820
Overført til udlodning næste år	266	445
Overført til formuen	÷13.390	14.130

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	28.056	12.627
I alt likvide midler	28.056	12.627
Obligationer:		
Not. obl. fra danske udstedere	0	8.022
Not. obl. fra udl. udstedere	399.170	559.214
I alt obligationer	399.170	567.235
Afl. finansielle instr.:		
Unot. afl. finansielle instr.	104	236
I alt afledte finansielle instr.	104	236
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	8.726	11.485
Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	1.268
I alt andre aktiver	8.726	12.753
Aktiver i alt	436.056	592.852
PASSIVER		
6 Medlemmernes formue	434.690	591.156
Afledte finansielle instrumenter:		
Unot. afl. finansielle instr.	1.129	289
I alt afledte finansielle instr.	1.129	289
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	236	1.406
I alt anden gæld	236	1.406
Passiver i alt	436.056	592.852

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	-	-	-	2013	2014
Afkast (pct.)*	-	-	-	4,01	5,66
Benchmarkafkast (pct.)*	-	-	-	3,80	5,49
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	104,01	108,68
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	21.026	27.959
Udbytte (DKK pr. andel)	-	-	-	1,20	9,90
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	1,08	1,10
ÅOP	-	-	-	1,41	1,37
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	0,09	0,58
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	591.156	434.690
Antal andele	-	-	-	5.683.532	3.999.764
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

EURO HIGH YIELD-OBLIGATIONER

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE
(FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	8	0
Noterede obligationer fra danske udstedere	152	92
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	24.618	7.521
Andre renteindtægter	66	0
I alt renteindtægter	24.844	7.612

NOTE 2: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede obligationer fra danske udstedere	165	252
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	7.596	14.070
Terminsforsretninger/futures m.m.	÷2.202	÷32
Vælutakonti	2.613	817
Øvrige aktiver/passiver	0	0
Handelsomkostninger	÷22	÷2
I alt kursgevinster og -tab	8.151	15.103

NOTE 3: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷62	÷18
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	40	15
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷22	÷2

NOTE 4: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	1
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	1
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	1
Markedsføringsomkostninger	0	0	0	33
Gebyrer til depotselskab	0	0	48	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	0	3
Øvrige omkostninger	59	21	89	12
Managementhonorar	4.390	0	1.503	0
Fast administrationshonorar	566	0	0	0
I alt opdelte adm.omk.	5.015	21	1.640	50
I alt adm.omkostninger		5.036		1.690

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne mv. der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar:

NOTE 5: TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	24.844	7.612
Kursgevinst til udlodning	21.540	973
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	5.036	1.690
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	÷1.930	369
Udlodning overført fra sidste år	445	0
I alt til rådighed for udlodning, netto	39.864	7.265

NOTE 6: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	5.683.532	591.156	0	0
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		÷6.820		0
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		1.911		0
Emissioner i året	3.884.845	414.972	5.683.532	569.593
Indløsninger i året	÷5.568.613	÷597.728	0	0
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		3.239		538
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		1.930		÷369
Overført til udlodning fra sidste år		÷445		0
Overført til udlodning næste år		266		445
Foreslået udlodning		39.598		6.820
Overførsel af periodens resultat		÷13.390		14.130
I alt medlemmernes formue	3.999.764	434.690	5.683.532	591.156

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	91,8	96,0
Øvrige finansielle instrumenter	÷0,2	0,0
I alt finansielle instrumenter	91,6	96,0
Øvrige aktiver og passiver	8,4	4,0
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

EURO HIGH YIELD-OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

Investerer i udenlandske high yield-virksomhedsobligationer primært udstedt i EUR. Valutarisikoen er begrænset, da andelsklasserne valutaafdækkes mod deres udstedelsesvaluta. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingen udbydes i tre andelsklasser:

- Euro High Yield-Obligasjon, klasse NOK h
- Euro High Yield-Obligationer, klasse SEK h
- Euro High Yield-Obligationer - Akkumulerende, klasse DKK h

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på de følgende sider.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes også på de følgende sider.

Nøgletal for indre værdier, afkast og omkostninger m.m. beregnes for hver klasse.

EURO HIGH YIELD-OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	205.108	167.042
I alt renter og udbytter	205.108	167.042
Kursgevinster og -tab:		
2 Obligationer	10.426	127.849
Afledte finansielle instr.	÷85.177	÷15.048
Valutakonti	13.684	11.222
Øvrige aktiver/passiver	21	1
3 Handelsomkostninger	÷200	÷121
I alt kursgevinster og -tab	÷61.245	123.903
I alt indtægter	143.863	290.945
4 Administrationsomkostninger	41.536	32.647
Resultat før skat	102.327	258.298
5 Skat	0	÷3.581
Årets nettoresultat	102.327	261.879
Overført til formuen	102.327	261.879

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	140.267	187.250
I alt likvide midler	140.267	187.250
Obligationer:		
Not. obl. fra danske udstedere	0	37.377
Not. obl. fra udl. udstedere	3.596.236	3.849.974
I alt obligationer	3.596.236	3.887.350
Afl. finansielle instr.:		
Unot. afl. finansielle instr.	3.376	2.589
I alt afledte finansielle instr.	3.376	2.589
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	81.308	79.317
Mellemvær. vedr. handelsafv.	24.075	8.653
I alt andre aktiver	105.382	87.970
Aktiver i alt	3.845.261	4.165.160
PASSIVER		
6 Medlemmernes formue	3.803.710	4.153.248
Afledte finansielle instrumenter:		
Unot. afl. finansielle instr.	39.507	2.289
I alt afledte finansielle instr.	39.507	2.289
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	2.043	9.622
I alt anden gæld	2.043	9.622
Passiver i alt	3.845.261	4.165.160

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Nettoresultat (t.DKK)*	-	4.323	160.545	261.879	102.327
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	0,03	0,51	0,37	0,48
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	321.458	1.082.626	4.153.248	3.803.710

* 2011 dækker en periode på mindre end 12 måneder

EURO HIGH YIELD-OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE
(FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	29	÷ 143
Noterede obligationer fra danske udstedere	879	1.590
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	203.307	165.327
Andre renteindtægter	894	268
I alt renteindtægter	205.108	167.042

NOTE 2: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede obligationer fra danske udstedere	706	1.070
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	9.720	126.779
Terminforretninger/futures m.m.	÷ 85.177	÷ 15.048
Vælutakonti	13.684	11.222
Øvrige aktiver/passiver	21	1
Handelsomkostninger	÷ 200	÷ 121
I alt kursgevinster og -tab	÷ 61.245	123.903

NOTE 3: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷ 364	÷ 336
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	164	215
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷ 200	÷ 121

NOTE 4: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	21
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	18
Andre honorarer til revisorer	0	0	358	12
Markedsføringsomkostninger	0	0	5.532	696
Gebyrer til depotselskab	0	0	1.383	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	4.676	57
Øvrige omkostninger	403	145	209	212
Managementhonorar	35.830	0	19.078	0
Fast administrationshonorar	5.159	0	396	0
I alt opdelte adm.omk.	41.391	145	31.631	1.016
I alt adm.omkostninger	41.391	145	31.631	1.016

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetægelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne m.v. der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 5: SKAT I 1.000 DKK	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	0	÷ 3.581
I alt skat	0	÷ 3.581

NOTE 6: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo		4.153.248		1.082.626
Emissioner i året		1.307.442		3.318.566
Indløsninger i året		÷ 1.774.250		÷ 527.662
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		14.943		17.840
Overførsel af periodens resultat		102.327		261.879
I alt medlemmernes formue		3.803.710		4.153.248

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	94,5	93,6
Øvrige finansielle instrumenter	÷ 0,9	0,0
I alt finansielle instrumenter	93,6	93,6
Øvrige aktiver og passiver	6,4	6,4
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

EURO HIGH YIELD OBLIGASJON, KLASSE NOK H

Andelsklasse under Euro High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer i udenlandske high yield-virk-somhedsobligationer, konvertible obligationer samt contingency-obligationer, dvs. obligationer med lav kreditkvalitet, primært udstedt i euro. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for high yield-virk-somhedsobligationer. Andelsklassen afdækker valutarisici, og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2014 et afkast på 6,64 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 7,13 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter. Andelsklassen har indfriet vores forventninger om et positivt afkast i 2014 grundet fald i de underliggende renter.

Markedet

Kreditspændene blev udvidet med 0,59 procentpoint til 3,87 procentpoint i løbet af året, som var præget af betydelige udsving i markederne. Kreditspændene blev indsnævret

til under 2,8 procentpoint hen imod slutningen af første halvår. Uro og stigende risikovillighed førte til, at de brede kreditspænd blev udvidet til mere end 4,0 procentpoint midt i oktober. Særligt en sektor klarede sig dårligt, nemlig energi-sektoren. Det skarpe fald i olieprisen i andet halvdel af 2014 har selv sagt lagt et betydeligt pres på de olierelaterede selskaber (producenter, eksplorationsselskaber, olieservice-selskaber) – især de selskaber, der er mindre solide. Forbrugerselskaber med stor eksponering mod Europa har været negativt påvirket af den svage forbrugertilid og de negative nyheder fra detail-relaterede selskaber så som Phones4U og Tesco. Den udbredte forventning om, at den Europæiske Centralbank vil holde renterne på et lavt niveau og levere rigeligt med likviditet til det finansielle system har dog lagt en dæmper på frygten for et stigende antal misligholdelser inden for den nærmeste fremtid. High yield-selskaberne med den bedste kvalitet (typisk selskaber med en BB-kreditvurdering) klarede sig bedst generelt. Endvidere nød obligationer med høj kvalitet og med en høj varighed godt af de faldende renter og den kraftige efterspørgsel i løbet af året. Tendensen til, at virksomhederne vælger at indhente kapital i markedet i stedet for i banken, fortsatte i 2014. 2014 blev et rekordår med hensyn til nyudstedelser i det europæiske high yield marked.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,49 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. En overvægt i obligationer udstedt af forsikringsbranchen bidrog positivt til andelsklassens relative afkast. En del af de positive bidrag var relateret til porteføljens undervægt i obligationer med den laveste kreditvurdering, idet disse obligationer klarede sig dårligt i anden halvdel af 2014. Andelsklassens relative afkast blev negativt påvirket af porteføljens undervægt i obligationer med en BB-vurdering, som oplevede stor efterspørgsel i løbet af året. Porteføljens mindre undervægt i varighed bidrog også negativt til andelsklassens resultat.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den største risiko i forhold til afkastet på europæiske high yield-obligationer er en stigende risikovillighed blandt inve-

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: November 2013
Risikoindeksator [1-7]: 4
Benchmark: Barclays Capital Euro High Yield Index, 3% issuer capped, hedget til NOK
Fondskode: DK0060517159
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	13,2%
1-3 år	30,5%
3-5 år	39,9%
5-10 år	16,6%
Øvrige inkl. likvide	-0,2%

EURO HIGH YIELD OBLIGASJON, KLASSE NOK H

Andelsklasse under Euro High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

storerne. En sådan stigning kunne blive fremprovokeret i tilfælde af faldende data for væksten i den europæiske økonomi. Modsat, hvis disse vækstdata stiger, vil det typisk medføre højere renter, som så vil få en negativ indvirkning på det samlede afkast på europæiske high yield-obligationer. Endvidere vil stigende risikovillighed blandt investorerne kunne opstå som følge af geopolitiske begivenheder.

Forventninger til markedet samt strategi

For 2015 forventer vi lave, men positive afkast på obligationerne. Det nuværende renteniveau er fortsat lavt i historisk perspektiv, og der er risiko for stigende renter og dermed negativt afkast. Vi mener fortsat ikke, at der er megen værdi at hente i virksomhedsobligationer med en BB-vurdering, som giver den laveste rente, hvorimod obligationer med en B-vurdering og en højere rente forventes at give højere afkast i 2015. Når det så er sagt, er det sandsynligt, at vi vil opleve nogle særlige begivenheder, som vil gøre det endnu mere væsentligt at foretage omhyggelige papirvalg i 2015. Den lave vækst i Europa lægger pres på de mest sårbare high yield-virksomhedsobligationer. Vi har derfor undervægtet porteføljens beholdning af obligationer med den laveste kreditvurdering. Vi forventer, at tendensen med et højt niveau for nyudstedelser fra både eksisterende og nye udstedere vil fortsætte ind i 2015. Vi foretrækker fortsat eksponering mod banker i Europas kernelande i modsætning til i Europas periferilande. Med hensyn til obligationernes placering i kapitalstrukturen foretrækker vi obligationer udstedt af virksomheder, som står på et solidt økonomisk fundament, frem for obligationer udstedt af svagere selskaber.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

EURO HIGH YIELD OBLIGASJON, KLASSE NOK H

Andelsklasse under Euro High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSEN

Denne note viser noteoplysninger, som er specifikke for den enkelte andelsklasse.

NØGLETAL	-	-	-	2013	2014
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	2,02	6,64
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	1,59	7,13
Indre værdi (NOK pr. andel)	-	-	-	102,02	108,79
Nettoresultat (t. DKK)*	-	-	-	÷413	÷8.765
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	1,15	1,15
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	79.268	218.554
Antal andele	-	-	-	870.675	2.447.571
Stykstørrelse i NOK	-	-	-	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014	5.11.-31.12.2013
Andel af resultat af fællesporteføljen	7.712	641
Klassenspecifikke transaktioner:		
Terminforretninger	÷ 14.586	÷ 958
Administrationsomkostninger	1.890	96
Klassens resultat	÷ 8.765	÷ 413
Finansielle instrumenter i pct	2014	2013
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2014	2013
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	79.268	0
Emissioner i året	177.072	79.192
Indløsninger i året	÷ 30.108	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	1.087	489
Overførsel af periodens resultat	÷ 8.765	÷ 413
Medlemmernes formue ultimo	218.554	79.268
Antal andele		
Andele primo året	870.675	0
Emissioner i året	1.890.180	870.675
Indløsninger i året	÷ 313.283	0
Andele ultimo året	2.447.571	870.675

EURO HIGH YIELD-OBLIGATIONER, KLASSE SEK H

Andelsklasse under Euro High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer i udenlandske high yield-virk-somhedsobligationer, konvertible obligationer samt contingency-obligationer, dvs. obligationer med lav kreditkvalitet, primært udstedt i euro. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for high yield-virk-somhedsobligationer. Andelsklassen afdækker valutarisici, og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2014 et afkast på 5,21 pct. målt i SEK, mens benchmark steg 6,14pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter. Andelsklassen har indfriet vores forventninger om et positivt afkast i 2014 grundet fald i de underliggende renter.

Markedet

Kreditspændene blev udvidet med 0,59 procentpoint til 3,87 procentpoint i løbet af året, som var præget af betydelige udsving i markederne. Kreditspændene blev indsnævret til under 2,8 procentpoint hen imod slutningen af første

halvår. Uro og stigende risikovillighed førte til, at de brede kreditspænd blev udvidet til mere end 4,0 procentpoint midt i oktober. Særligt en sektor klarede sig dårligt, nemlig energisektoren. Det skarpe fald i olieprisen i andet halvdel af 2014 har selv sagt lagt et betydeligt pres på de olierelaterede selskaber (producenter, eksplorationsselskaber, olieservice-selskaber) – især de selskaber, der er mindre solide. Forbrugerselskaber med stor eksponering mod Europa har været negativt påvirket af den svage forbrugertilid og de negative nyheder fra detail-relaterede selskaber så som Phones4U og Tesco. Den udbredte forventning om, at den Europæiske Centralbank vil holde renterne på et lavt niveau og levere rigeligt med likviditet til det finansielle system har dog lagt en dæmper på frygten for et stigende antal misligholdelser inden for den nærmeste fremtid. High yield-selskaberne med den bedste kvalitet (typisk selskaber med en BB-kreditvurdering) klarede sig bedst generelt. Endvidere nød obligationer med høj kvalitet og med en høj varighed godt af de faldende renter og den kraftige efterspørgsel i løbet af året. Tendensen til, at virksomhederne vælger at indhente kapital i markedet i stedet for i banken, fortsatte i 2014. 2014 blev et rekordår med hensyn til nyudstedelser i det europæiske high yield marked.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,93 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. En overvægt i obligationer udstedt af forsikringsbranchen bidrog positivt til andelsklassens relative afkast. En del af de positive bidrag var relateret til porteføljens undervægt i obligationer med den laveste kreditvurdering, idet disse obligationer klarede sig dårligt i anden halvdel af 2014. Andelsklassens relative afkast blev negativt påvirket af porteføljens undervægt i obligationer med en BB-vurdering, som oplevede stor efterspørgsel i løbet af året. Porteføljens mindre undervægt i varighed bidrog også negativt til andelsklassens resultat.

Særlige risici ved markedsudviklingen 2015

Den største risiko i forhold til afkastet på europæiske high yield-obligationer er en stigende risikovillighed blandt investorerne. En sådan stigning kunne blive fremprovokeret i tilfælde af faldende data for væksten i den europæiske

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Februar 2013
Risikoindeksator [1-7]: 4
Benchmark: Barclays Capital Euro High Yield Index, 3% issuer capped, hedget til SEK
Fondskode: DK0060486256
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	13,0%
1-3 år	30,1%
3-5 år	39,3%
5-10 år	16,4%
Øvrige inkl. likvide	1,2%

EURO HIGH YIELD-OBLIGATIONER, KLASS SEK H

Andelsklasse under Euro High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

økonomi. Modsat, hvis disse vækstdata stiger, vil det typisk medføre højere renter, som så vil få en negativ indvirkning på det samlede afkast på europæiske high yield-obligationer. Endvidere vil stigende risikovillighed blandt investorerne kunne opstå som følge af geopolitiske begivenheder.

Forventninger til markedet samt strategi

For 2015 forventer vi lave, men positive afkast på obligationerne. Det nuværende renteniveau er fortsat lavt i historisk perspektiv, og der er risiko for stigende renter og dermed negativt afkast. Vi mener fortsat ikke, at der er megen værdi at hente i virksomhedsobligationer med en BB-vurdering, som giver den laveste rente, hvorimod obligationer med en B-vurdering og en højere rente forventes at give højere afkast i 2015. Når det så er sagt, er det sandsynligt, at vi vil opleve nogle særlige begivenheder, som vil gøre det endnu mere væsentligt at foretage omhyggelige papirvalg i 2015. Den lave vækst i Europa lægger pres på de mest sårbare high yield-virksomhedsobligationer. Vi har derfor undervægtet porteføljens beholdning af obligationer med den laveste kreditvurdering. Vi forventer, at tendensen med et højt niveau for nyudstedelser fra både eksisterende og nye udstedere vil fortsætte ind i 2015. Vi foretrækker fortsat eksponering mod banker i Europas kernelande i modsætning til i Europas periferilande. Med hensyn til obligationernes placering i kapitalstrukturen foretrækker vi obligationer udstedt af virksomheder, som står på et solidt økonomisk fundament, frem for obligationer udstedt af svagere selskaber.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

EURO HIGH YIELD-OBLIGATIONER, KLASS SEK H

Andelsklasse under Euro High Yield-Obligationer - Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSEN

Denne note viser noteoplysninger, som er specifikke for den enkelte andelsklasse.

NØGLETAL	-	-	-	2013	2014
Afkast i SEK (pct.)*	-	-	-	10,06	5,21
Benchmarkafkast i SEK (pct.)*	-	-	-	11,21	6,14
Indre værdi (SEK pr. andel)	-	-	-	110,06	115,80
Nettoresultat (t. DKK)*	-	-	-	17.134	÷28.326
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	1,15	1,14
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	439.512	848.643
Antal andele	-	-	-	4.737.052	9.322.247
Stykstørrelse i SEK	-	-	-	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014	11.2.-31.12.2013
Andel af resultat af fællesporteføljen	28.929	32.514
Klassenspecifikke transaktioner:		
Terminforretninger	÷49.489	÷12.601
Administrationsomkostninger	7.766	2.780
Klassens resultat	÷28.326	17.134
Finansielle instrumenter i pct	2014	2013
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2014	2013
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	439.512	0
Emissioner i året	823.453	429.850
Indløsninger i året	÷391.353	÷10.723
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	5.357	3.252
Overførsel af periodens resultat	÷28.326	17.134
Medlemmernes formue ultimo	848.643	439.512
Antal andele		
Andele primo året	4.737.052	0
Emissioner i året	8.771.392	4.855.740
Indløsninger i året	÷4.186.197	÷118.688
Andele ultimo året	9.322.247	4.737.052

EURO HIGH YIELD-OBLIGATIONER – AKK., KLASSE DKK H

Andelsklasse under Euro High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer i udenlandske high yield-virk-somhedsobligationer, konvertible obligationer samt contingency-obligationer, dvs. obligationer med lav kreditkvalitet, primært udstedt i euro. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for high yield-virk-somhedsobligationer. Andelsklassen afdækker valutarisici, og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2014 et afkast på 5,04 pct. men benchmark steg 5,49 pct. Andelsklassens afkast var tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter. Andelsklassen har indfriet vores forventninger om et positivt afkast i 2014 grundet fald i de underliggende renter.

Markedet

Kreditspændene blev udvidet med 0,59 procentpoint til 3,87 procentpoint i løbet af året, som var præget af betydelige udsving i markederne. Kreditspændene blev indsnævret til under 2,8 procentpoint hen imod slutningen af første halvår. Uro og stigende risikovillighed førte til, at de brede

kreditspænd blev udvidet til mere end 4,0 procentpoint midt i oktober. Særligt en sektor klarede sig dårligt, nemlig energi-sektoren. Det skarpe fald i olieprisen i andet halvdel af 2014 har selv sagt lagt et betydeligt pres på de olierelaterede selskaber (producenter, eksplorationsselskaber, olieservice-selskaber) – især de selskaber, der er mindre solide. Forbrugerselskaber med stor eksponering mod Europa har været negativt påvirket af den svage forbrugertilid og de negative nyheder fra detail-relaterede selskaber så som Phones4U og Tesco. Den udbredte forventning om, at den Europæiske Centralbank vil holde renterne på et lavt niveau og levere rigeligt med likviditet til det finansielle system har dog lagt en dæmper på frygten for et stigende antal misligholdelser inden for den nærmeste fremtid. High yield-selskaberne med den bedste kvalitet (typisk selskaber med en BB-kreditvurdering) klarede sig bedst generelt. Endvidere nød obligationer med høj kvalitet og med en høj varighed godt af de faldende renter og den kraftige efterspørgsel i løbet af året. Tendensen til, at virksomhederne vælger at indhente kapital i markedet i stedet for i banken, fortsatte i 2014. 2014 blev et rekordår med hensyn til nyudstedelser i det europæiske high yield marked.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,45 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. En overvægt i obligationer udstedt af forsikringsbranchen bidrog positivt til andelsklassens relative afkast. En del af de positive bidrag var relateret til porteføljens undervægt i obligationer med den laveste kreditvurdering, idet disse obligationer klarede sig dårligt i anden halvdel af 2014. Andelsklassens relative afkast blev negativt påvirket af porteføljens undervægt i obligationer med en BB-vurdering, som oplevede stor efterspørgsel i løbet af året. Porteføljens mindre undervægt i varighed bidrog også negativt til andelsklassens resultat.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den største risiko i forhold til afkastet på europæiske high yield-obligationer er en stigende risikovillighed blandt investorerne. En sådan stigning kunne blive fremprovokeret i tilfælde af faldende data for væksten i den europæiske økonomi. Modsat, hvis disse vækstdata stiger, vil det typisk

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: August 2011
Risikoindeksator [1-7]: 4
Benchmark: Barclays Capital Euro High Yield Index, 3% issuer capped, hedget til DKK
Fondskode: DK0060497378
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	12,7%
1-3 år	29,4%
3-5 år	38,4%
5-10 år	16,0%
Øvrige inkl. likvide	3,5%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,65
Standardafvigelse	7,28
Tracking error	1,69
Information Ratio	0,46
Sharpe Ratio (benchm.)	1,41
Standardafvigelse (benchm.)	7,93

Måleperiode: Aug. 2011 til dec. 2014

EURO HIGH YIELD-OBLIGATIONER – AKK., KLASSE DKK H

Andelsklasse under Euro High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

medføre højere renter, som så vil få en negativ indvirkning på det samlede afkast på europæiske high yield-obligationer. Endvidere vil stigende risikovillighed blandt investorerne kunne opstå som følge af geopolitiske begivenheder.

Forventninger til markedet samt strategi

For 2015 forventer vi lave, men positive afkast på obligationerne. Det nuværende renteniveau er fortsat lavt i historisk perspektiv, og der er risiko for stigende renter og dermed negativt afkast. Vi mener fortsat ikke, at der er megen værdi at hente i virksomhedsobligationer med en BB-vurdering, som giver den laveste rente, hvorimod obligationer med en B-vurdering og en højere rente forventes at give højere afkast i 2015. Når det så er sagt, er det sandsynligt, at vi vil opleve nogle særlige begivenheder, som vil gøre det endnu mere væsentligt at foretage omhyggelige papirvalg i 2015. Den lave vækst i Europa lægger pres på de mest sårbare high yield-virksomhedsobligationer. Vi har derfor undervægtet porteføljens beholdning af obligationer med den laveste kreditvurdering. Vi forventer, at tendensen med et højt niveau for nyudstedelser fra både eksisterende og nye udstedere vil fortsætte ind i 2015. Vi foretrækker fortsat eksponering mod banker i Europas kernelande i modsætning til i Europas periferilande. Med hensyn til obligationernes placering i kapitalstrukturen foretrækker vi obligationer udstedt af virksomheder, som står på et solidt økonomisk fundament, frem for obligationer udstedt af svagere selskaber.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

EURO HIGH YIELD-OBLIGATIONER – AKK., KLASSE DKK H

Andelsklasse under Euro High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSEN

Denne note viser noteoplysninger, som er specifikke for den enkelte andelsklasse.

NØGLETAL	-	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)*	-	3,22	27,88	10,04	5,04
Benchmarkafkast (pct.)*	-	0,46	27,57	9,99	5,49
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	10,32	13,20	108,33	113,79
Nettoresultat (t. DKK)*	-	4.323	160.545	245.159	139.418
Administrationsomkostninger (pct.)	-	1,19	1,08	1,10	1,10
ÅOP	-	1,68	1,56	1,42	1,37
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	321.458	1.082.626	3.634.468	2.736.513
Antal andele	-	4.190.240	10.993.387	33.550.623	24.049.999
Stykstørrelse i DKK	-	10	10	100	100

* 2011 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014	1.1.-31.12.2013
Andel af resultat af fællesporteføljen	170.940	268.510
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	31.523	23.352
Klassens resultat	139.418	245.159
Finansielle instrumenter i pct	2014	2013
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2014	2013
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	3.634.468	1.082.626
Emissioner i året	306.918	2.809.523
Indløsninger i året	÷ 1.352.789	÷ 516.939
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	8.499	14.099
Overførsel af periodens resultat	139.418	245.159
Medlemmernes formue ultimo	2.736.513	3.634.468
Antal andele		
Andele primo året	33.550.623	10.993.387
Emissioner i året	2.738.951	27.538.468
Indløsninger i året	÷ 12.239.575	÷ 4.981.232
Andele ultimo året	24.049.999	33.550.623

EURO INVESTMENT GRADE-OBLIGATIONER

Investerer primært i kreditobligationer denomineret i euro, herudover op til 25 pct. af formuen i obligationer udstedt i USD, CAD, JPY, GBP, CHF, DKK, SEK, NOK eller ISK. Hovedparten af afdelingens investeringer afdækkes mod danske kroner. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer primært i virksomheds- og kreditobligationer udstedt i euro. Herudover kan afdelingen investere op til 25 pct. af formuen i obligationer denomineret i USD, CAD, JPY, DKK, GBP, CHF, SEK, NOK eller ISK. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for virksomheds- og kreditobligationer. Afdelingen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 3 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 8,33 pct., mens benchmark steg 8,24 pct. Afdelingens afkast var meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. Afdelingen mere end indfrie vores forventninger om et lavt, men positivt afkast, grundet fald i de underliggende renter og indsnævret kreditspænd.

Markedet

2014 har været præget af stabilt faldende kreditspænd (renteforskellen til tilsvarende sikre statsobligationer) og et større fald i de underliggende renter. Den positive udvikling skyldtes i høj grad den lempelige pengepolitik og utraditionelle indgreb fra ECB for at stabilisere markederne. Det seneste tiltag var, at ECB opkøbte Asset Backet Securities og Covered Bonds. Flere markedsdeltagere forventer, at de også vil opkøbe virksomhedsobligationer i 2015. Den lempelige pengepolitik gav anledning til faldende renter, og den 10-årige tyske statsrente faldt med ca. 1,4 procentpoint. Kreditspændet inden for transport, ejendomme og kapitalgoder blev indsnævret lidt mere end de øvrige sektorer, mens forsikringssektoren stod for de mindste indsnævring.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,09 procentpoint højere end stigningen i benchmark. Papirvalget gav det største bidrag til merafkastet, hvor særligt investeringer inden for forsikring, banker, telekommunikation og stabilt forbrug stod for de største bidrag. Det største enkeltbidrag kom fra franske Groupama. Afdelingen havde en større kursfølsomhed over for en generel indsnævring af kreditspændene end benchmark, hvilket havde en stor positiv effekt på merafkastet. Sektorallokeringen gav et negativt bidrag til merafkastet, som primært skyldes en overvægt af forsikringssektoren.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

I takt med fortsat faldende statsrenter til ultra lave niveauer stiger risikoen for en større stigning i det underliggende renteniveau, hvilket vil få en negativ effekt på afkastet på virksomhedsobligationer. På trods af at Europa fortsat kæmper med lav vækst og ikke er så langt fremme i vækstcyklen som USA, er det svært at se, at de europæiske renter afkobler markant fra en større rentestigning i USA.

Afdelingen har en relativt stor eksponering til efterstillede obligationer inden for forsikring, banker og forsyningsvirksomhed. Da efterstillede obligationer generelt er mere følsomme over for ændringer i investorerens risikoaversion end almindelige ikke-efterstillede obligationer, vil en større

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: April 1999
Risikoindikator [1-7]: 3
Benchmark: Barclays Capital Euro-Aggregate 500MM Corp A-BBB. Indeksset er hedget til DKK
Fondskode: DK0060448751
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	11,3%
1-3 år	21,7%
3-5 år	23,1%
5-10 år	38,3%
Over 10 år	1,0%
Øvrige inkl. likvide	4,6%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,33
Standardafvigelse	4,42
Tracking error	0,92
Information Ratio	0,79
Sharpe Ratio (benchm.)	1,30
Standardafvigelse (benchm.)	3,96

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

EURO INVESTMENT GRADE-OBLIGATIONER

stigning i investorernes risikoaversion alt andet lige ramme afdelingen ekstra hårdt. Fornyede politiske spændinger i Europa kan medføre en stigning i investorernes risikoaversion.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi vurderer, at der er basis for et positivt, om end beskedent afkast på det europæiske marked for investment grade virksomhedsobligationer i 2015. Dette beror på vores forventning om at uændret kreditspænd og en moderat stigning i de underliggende statsrenter.

Markedet forventes at være præget af svag økonomisk vækst i Europa og samtidig understøttet af ECB's pengepolitiske tiltag (lempelig pengepolitik, TLTRO likviditetsprogram, og opkøbsprogram af finansielle aktiver) og af et lavt forventet afkast på rentebærende aktiver.

Den svage vækst ventes fortsat at lægge en dæmper på virksomhedernes investeringsstrategi og udbyttepolitik, og vi forventer, at virksomhederne fortsat vil føre en relativt forsigtig strategi og værne om deres kreditvurdering.

Efterspørgselsforholdene for virksomhedsobligationer forventes fortsat at være positive. ECB's mulige opkøb af højt ratede virksomhedsobligationer og investorernes efterspørgsel efter merrente forventes at få en positiv effekt på markedet.

Vi tror, at politisk uro i Europa kan blive en kilde til usikkerhed gennem 2015 og forventer derfor at se kursudsving igennem året.

På baggrund af vores forventning om et uændret kreditspænd og fortsat lave renter, fastholder vi afdelingens overvægt af efterstillede obligationer inden for banker, forsikring og forsyningsvirksomhed, som har en højere løbende rente end markedet generelt.

Det betyder, at vi bibeholder en lidt højere kreditrisiko i afdelingen relativt til benchmark. Vi forventer, at den løbende rente på virksomhedsobligationer, merrenten på nyudstedelser og generel forsigtighed i valget af virksomhedsobligationer for at undgå »falling-angels« vil drive performance i 2015.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværing af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

EURO INVESTMENT GRADE-OBLIGATIONER

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	202.056	260.282
I alt renter og udbytter	202.056	260.282
Kursgevinster og -tab:		
2 Obligationer	219.652	39.443
Afledte finansielle instr:	59.789	+5.912
Valutakonti	12.721	5.862
Øvrige aktiver/passiver	+2.207	0
3 Handelsomkostninger	+502	+430
I alt kursgevinster og -tab	289.453	38.964
I alt indtægter	491.509	299.246
4 Administrationsomkostninger	41.490	49.270
Resultat før skat	450.019	249.976
Skat	0	0
Årets nettoresultat	450.019	249.976
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	+27.055	+38.238
Overført fra sidste år	3.293	3.914
I alt formuebevægelser	+23.763	+34.325
Til disposition	426.256	215.651
5 Til rådighed for udlodning	374.440	296.297
Foreslået udlodning	373.584	293.005
Overført til udlodning næste år	856	3.293
Overført til formuen	51.817	+80.646

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	245.863	136.795
I alt likvide midler	245.863	136.795
Obligationer:		
Not. obl. fra danske udstedere	260.018	311.389
Not. obl. fra udl. udstedere	4.715.473	5.188.282
I alt obligationer	4.975.491	5.499.671
Afl. finansielle instr.:		
Unot. afl. finansielle instr.	2.493	3.703
I alt afledte finansielle instr.	2.493	3.703
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	87.379	109.009
Mellemvær. vedr. handelsafv.	36	0
I alt andre aktiver	87.416	109.009
Aktiver i alt	5.311.262	5.749.178
PASSIVER		
6 Medlemmernes formue	5.304.100	5.723.751
Afledte finansielle instrumenter:		
Unot. afl. finansielle instr.	5.131	15.902
I alt afledte finansielle instr.	5.131	15.902
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	2.031	9.525
I alt anden gæld	2.031	9.525
Passiver i alt	5.311.262	5.749.178

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	5,75	0,32	15,79	4,04	8,33
Benchmarkafkast (pct.)	5,14	0,61	13,93	2,37	8,24
Indre værdi (DKK pr. andel)	9.985,75	10.017,96	116,00	117,21	120,68
Nettoresultat (t.DKK)	496.635	24.221	1.010.635	249.976	450.019
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	0,00	3,40	6,00	8,50
Administrationsomkostninger (pct.)	0,57	0,58	0,70	0,77	0,74
ÅOP	0,88	0,89	0,94	0,99	0,95
Omsætningshastighed (antal gange)	0,28	0,15	0,34	0,43	0,51
Medlemmernes formue (t.DKK)	11.738.271	8.896.778	6.726.724	5.723.751	5.304.100
Antal andele	1.175.502	888.083	57.988.970	48.834.133	43.951.053
Stykstørrelse i DKK	10.000	10.000	100	100	100

EURO INVESTMENT GRADE-OBLIGATIONER

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE
(FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	5	+ 1.141
Noterede obligationer fra danske udstedere	10.071	15.833
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	191.980	245.532
Andre renteindtægter	0	57
I alt renteindtægter	202.056	260.282

NOTE 2: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede obligationer fra danske udstedere	2.740	+ 2.464
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	216.913	41.908
Terminforretninger/futures m.m.	+ 8.951	+ 1.054
Renteforretninger	68.740	+ 4.858
Valutakonti	12.721	5.862
Øvrige aktiver/passiver	+ 2.207	0
Handelsomkostninger	+ 502	+ 430
I alt kursgevinster og -tab	289.453	38.964

NOTE 3: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	+ 560	+ 526
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	58	96
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+ 502	+ 430

NOTE 4: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	45
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	38
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	25
Markedsføringsomkostninger	0	0	14.116	1.502
Gebyrer til depotselskab	0	0	3.253	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	8.211	114
Øvrige omkostninger	552	196	499	490
Managementhonorar	33.627	0	19.742	0
Fast administrationshonorar	7.115	0	1.235	0
I alt opdelte adm.omk.	41.294	196	47.055	2.215
I alt adm.omkostninger		41.490		49.270

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne mv., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 5: TIL RÅDIGHED FOR UDLØDNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	202.056	260.282
Kursgevinst til udlodning	237.636	119.610
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	41.490	49.270
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	+ 27.055	+ 38.238
Udlodning overført fra sidste år	3.293	3.914
I alt til rådighed for udlodning, netto	374.440	296.297

NOTE 6: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	48.834.133	5.723.751	57.988.970	6.726.724
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		+ 293.005		+ 197.163
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		4.945		2.817
Emissioner i året	1.551.008	183.271	3.106.077	359.013
Indløsninger i året	+ 6.434.088	+ 766.625	+ 12.260.914	+ 1.422.088
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		1.745		4.471
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		27.055		38.238
Overført til udlodning fra sidste år		+ 3.293		+ 3.914
Overført til udlodning næste år		856		3.293
Foreslået udlodning		373.584		293.005
Overførsel af periodens resultat		51.817		+ 80.646
I alt medlemmernes formue	43.951.053	5.304.100	48.834.133	5.723.751

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	93,8	96,1
Øvrige finansielle instrumenter	0,0	+ 0,2
I alt finansielle instrumenter	93,8	95,9
Øvrige aktiver og passiver	6,2	4,1
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
4,10 DANSKE BANK 16/3-2005/2018	44.602	28.003
3,875 DANSKE BANK EMTN 28/2-2012/2017	21.246	26.207
2,75 DANSKE BANK FRN 19/5-2014/2026	13.839	0
I alt	79.687	54.210

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

EUROPA

Investerer bredt i europæiske aktier. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investo- rernes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrap- portens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldest- gørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer fortrinsvis i aktier, der handles på markedspladser i Europa, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Europa, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Europa. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemme- hørende i eller som handles på markedspladser i lande, der grænser op til Europa. Afdelingen har således primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på euro- pæiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, mod- partsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko- forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i årsrap- portens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 5,68 pct., mens bench- mark steg 6,64 pct. Afdelingens afkast var således tilfreds- stillende i forhold til benchmark og konkurrenter og har ind- friet vores forventninger om positivt afkast, men konflikten

i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

De europæiske aktiemarkeder gav et afkast på 6,64 pct. i 2014, men med betydelige udsving gennem året. Indtje- ningsvæksten var moderat, men markedet blev understøttet af fortsat ekspansiv pengepolitik og heraf følgende meget lave renter samt en positiv økonomisk udvikling i USA. I modsætning hertil skuffede væksten i Europa. De lave renter har endnu ikke haft den ønskede effekt på investeringsly- sten, og konflikten med Rusland har skabt usikkerhed og haft negative effekter for mange europæiske selskaber. Et markant fald i olieprisen gennem årets anden halvdel satte ligeledes sit præg på markedsudviklingen i energirelaterede aktier.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,96 procentpoint lavere end ændrin- gen i benchmark. Forholdet mellem positive og negative bidragydere til det relative afkast var stort set ligeligt fordelt, men faldt dog ud til den negative side. Tre af de aktier, som trak mest ned i porteføljens samlede afkast, var sports- udstyrsproducenten Adidas samt teknologiselskaberne Gemalto og SAP. Udviklingen i disse selskaber var karakte- riseret ved, at de hver især mødte modvind eller manglende fremdrift i deres markeder.

Omvendt var det irske medicinalsselskab Shire porteføljens mest positive bidragyder, efter selskabet blev forsøgt overta- get af det amerikanske medicinalsselskab AbbVie.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Hvis den økonomiske vækst i USA, Europa og Japan bliver svagere end forventet, vil det kunne medføre, at den forven- tede vækst i selskabernes indtjening udebliver, og dette er en væsentlig risikofaktor for aktiemarkederne i 2015. En anden væsentlig risikofaktor for aktiemarkederne er en for- øget usikkerhed om fremtiden. Der er mange forhold, som vil kunne medføre såvel svagere vækst som forøget usikker- hed. Blandt disse kan nævnes politisk uro om det fremtidige

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Juni 1989
Risikoindikator [1-7]: 6
Benchmark: MSCI Europe inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0010252956
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

BRANCHEFORDELING

Finans	29,3%
Sundhedspleje	12,7%
Konsumentvarer	10,6%
Forbrugsgoder	10,5%
Materialer	10,2%
Øvrige inkl. likvide	26,7%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,70
Standardafvigelse	11,77
Tracking error	2,88
Information Ratio	0,10
Sharpe Ratio (benchm.)	0,69
Standardafvigelse (benchm.)	11,61
Active share	75,80

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

EUROPA

samarbejde i Europa, gældsloftsproblemer eller frygt for en strammere pengepolitik i USA, stigende obligationsrenter, skuffende vækst i Kina og en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten eller anden geopolitisk uro.

Afdelingens største overvægt ved udgangen af 2014 er aktier med en global, robust forretningsmodel samt selskaber på tværs af sektorer, som via interne forbedringer og omstruktureringer kan forbedre indtjeningssevnen. Vi er undervægtet i selskaber, som på tværs af sektorer er særligt sårbare i relation til de anstrengte offentlige balancer i Europa. Forudsat vi ikke ændrer investeringsstrategien, vil en markant forskel i afkastudviklingen mellem europæisk eksponerede selskaber og globalt eksponerede selskaber kunne have særlig stor betydning for investorernes fremtidige afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive, men beherskede afkast på aktiemarkederne i 2015, understøttet af vækst i selskabernes indtjening. Dette er baseret på en forventning om, at den pæne økonomiske vækst i USA fortsætter i 2015, samtidig med at væksten i Europa forventes at stige. Der er dog risiko for tilbagefald i aktiekurserne, hvis væksten skuffer, eller der opstår fornyet usikkerhed om fremtiden. Blandt de mange forhold, der vil kunne udløse dette, er politisk uro om det

fremtidige samarbejde i Europa, frygt for en strammere pengepolitik i USA, en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten og skuffende vækst i Kina.

Afdelingens største overvægt ved udgangen af 2014 er aktier i sektorerne forsikring og informationsteknologi, hvor stærke balancer og en global, robust forretningsmodel giver grobund for fortsat indtjeningsvækst, samt selskaber på tværs af de øvrige sektorer, som via interne forbedringer og omstruktureringer kan forbedre indtjeningssevnen. Vi er undervægtet i selskaber, som på tværs af sektorer er særligt sårbare i relation til de anstrengte offentlige balancer i Europa. Det gælder f.eks. aktier generelt i de sydeuropæiske lande, herunder banker, men også aktier i øvrige lande inden for forsyning og telekommunikation, hvor vi vurderer, at forholdet mellem risiko og afkast ikke er gunstigt.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

EUROPA

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	38	÷6
2 Udbytter	33.326	18.051
I alt renter og udbytter	33.364	18.045
3 Kursgevinster og -tab:		
Kapitalandele	69.276	88.301
Valutakonti	2.461	1.161
Øvrige aktiver/passiver	30	÷26
4 Handelsomkostninger	÷511	÷395
I alt kursgevinster og -tab	71.255	89.040
I alt indtægter	104.619	107.085
5 Administrationsomkostninger	14.733	10.627
Resultat før skat	89.886	96.458
6 Skat	507	÷4.173
Årets nettoresultat	89.379	100.631
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	÷35.618	÷13.678
Overført fra sidste år	÷115.172	335
I alt formuebevægelser	÷150.791	÷13.343
Til disposition	÷61.412	87.288
7 Til rådighed for udlodning	÷71.918	÷115.172
Overført til udlodning næste år	÷71.918	÷115.172
Overført til formuen	10.506	202.460

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	35.173	33.673
I alt likvide midler	35.173	33.673
Kapitalandele:		
Not. aktier fra DK selskaber	109.136	48.217
Not. aktier fra udl. selskaber	1.451.312	804.778
I alt kapitalandele	1.560.448	852.994
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	422	265
Andre tilgodehavender	21	143
Mellemvær: vedr. handelsafv.	775	1.189
Aktuelle skatteaktiver	3.648	4.093
I alt andre aktiver	4.865	5.690
Aktiver i alt	1.600.486	892.357
PASSIVER		
8 Medlemmernes formue	1.599.382	888.446
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	1.104	2.730
Mellemvær: vedr. handelsafv.	0	1.181
I alt anden gæld	1.104	3.911
Passiver i alt	1.600.486	892.357

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	12,24	÷8,26	23,76	15,56	5,68
Benchmarkafkast (pct.)	11,26	÷8,33	17,74	19,81	6,64
Indre værdi (DKK pr. andel)	97,88	88,42	106,90	121,57	128,48
Nettoresultat (t.DKK)	77.767	÷60.228	121.268	100.631	89.379
Udbytte (DKK pr. andel)	1,50	2,25	1,75	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,41	1,41	1,40	1,47	1,40
ÅOP	1,78	1,77	1,77	1,79	1,72
Omsætningshastighed (antal gange)	0,21	0,24	0,20	0,14	0,14
Medlemmernes formue (t.DKK)	702.654	519.470	667.203	888.446	1.599.382
Antal andele	7.178.886	5.874.880	6.241.135	7.307.994	12.448.363
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

EUROPA

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE
(FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	38	÷6
I alt renteindtægter	38	÷6

NOTE 2: UDBYTTET I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	684	340
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	32.642	17.712
I alt udbytter	33.326	18.051

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	17.763	6.999
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	51.513	81.302
Valutakonti	2.461	1.161
Øvrige aktiver/passiver	30	÷26
Handelsomkostninger	+511	+395
I alt kursgevinster og -tab	71.255	89.040

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷2.424	÷1.348
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	1.913	952
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+511	÷395

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	5
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	4
Andre honorarer til revisorer	53	0	571	3
Markedsføringsomkostninger	0	0	2.394	170
Gebyrer til depotselskab	0	0	378	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	1.600	13
Øvrige omkostninger	99	31	84	58
Managementhonorar	13.179	0	5.224	0
Fast administrationshonorar	1.371	0	123	0
I alt opdelte adm.omk.	14.702	31	10.373	253
I alt adm.omkostninger		14.733		10.627

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne m.v., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 6: SKAT I 1.000 DKK	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	507	÷4.173
I alt skat	507	÷4.173

NOTE 7: TIL RÅDGIGHED FOR UDLODNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	33.364	18.045
Ikke refunderbar udbytteskat	÷507	4.173
Regulering vedr. udbytteskat m.v.	467	÷320
Kursgevinst til udlodning	39.500	65.709
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	14.733	10.627
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	÷35.618	÷13.678
Fremførbare tab fra sidste år	0	÷190.891
Udlodning overført fra sidste år	÷115.172	335
I alt til rådighed for udlodning, brutto	÷92.700	÷127.255
Negativ rådighedsløb som ikke overføres til næste år	÷20.782	÷12.082
I alt til rådighed for udlodning, netto	÷71.918	÷115.172

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	7.307.994	888.446	6.241.135	667.203
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		0		÷10.922
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		0		1.628
Emissioner i året	7.385.869	895.860	2.819.120	322.958
Indløsninger i året	÷2.245.500	÷275.264	÷1.752.261	÷193.922
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		962		869
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		35.618		13.678
Overført til udlodning fra sidste år		115.172		÷335
Overført til udlodning næste år		÷71.918		÷115.172
Overførsel af periodens resultat		10.506		202.460
I alt medlemmernes formue	12.448.363	1.599.382	7.307.994	888.446

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,6	96,0
I alt finansielle instrumenter	97,6	96,0
Øvrige aktiver og passiver	2,4	4,0
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank	Markedsværdi	Markedsværdi
Navn		
Danske Bank	34.547	14.941

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallellvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

EUROPA FOKUS

Investorerer fokuseret i europæiske aktier. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer i aktier, der handles på markedspladser i Europa, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Europa, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Europa. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i eller som handles på markedspladser i lande, der grænser op til Europa. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko primært i forhold til udviklingen på europæiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på -2,08 pct., mens benchmark steg 6,64 pct. Afdelingens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter og har ikke indfriet vores forventninger om positivt afkast pga. ikke tilfredsstillende aktieudvælgelse.

Markedet

De europæiske aktiemarkeder gav et afkast på 6,64 pct. i 2014, men med betydelige udsving gennem året. Indtjningsvæksten var moderat, men markedet blev understøttet af fortsat ekspansiv pengepolitik og heraf følgende meget lave renter samt en positiv økonomisk udvikling i USA. I modsætning hertil skuffede væksten i Europa. De lave renter har endnu ikke haft den ønskede effekt på investeringslysten, og konflikten med Rusland har skabt usikkerhed og haft negative effekter for mange europæiske selskaber. Et markant fald i olieprisen gennem årets anden halvdel satte ligeledes sit præg på markedsudviklingen i energirelaterede aktier.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 8,72 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Paradoksalt har en stor del af porteføljeselskaberne leveret fornuftige resultater gennem året uden at blive belønnet relativt eller absolut. Pirelli, DIA, Aker Solutions, Lloyds Banking Group er eksempler på selskaber med fornuftige resultater, men vigende aktiekurser. Herudover har specielt Adidas og Sulzer bidraget negativt grundet henholdsvis en nedjustering og for Sulzers vedkommende bl.a. vigende ordreindgang fra deres olierelaterede forretning. Omvendt var Novo Nordisk og det franske bredbåndsselskab Iliad porteføljens mest positive bidragyder.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Hvis den økonomiske vækst i USA, Europa og Japan bliver svagere end forventet, vil det kunne medføre, at den forventede vækst i selskabernes indtjening udebliver, og dette er en væsentlig risikofaktor for aktiemarkedene i 2015. En anden væsentlig risikofaktor for aktiemarkedene er en forøget usikkerhed om fremtiden. Der er mange forhold, som vil kunne medføre såvel svagere vækst som forøget usikkerhed. Blandt disse kan nævnes politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, gældsloftsproblemer eller frygt for en strammere pengepolitik i USA, stigende obligationsrenter, skuffende vækst i Kina og en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten eller anden geopolitisk uro.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Juli 1998
Risikoindikator [1-7]: 6
Benchmark: MSCI Europe inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0010245901
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

BRANCHEFORDELING

Industri	25,3%
Forbrugsgoder	18,4%
Finans	13,5%
Sundhedspleje	12,4%
Konsumentvarer	9,6%
Øvrige inkl. likvide	20,8%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,38
Standardafvigelse	13,93
Tracking error	5,51
Information Ratio	-0,15
Sharpe Ratio (benchm.)	0,49
Standardafvigelse (benchm.)	12,62
Active share	91,50

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

EUROPA FOKUS



Afdelingens største overvægt ved udgangen af 2014 er selskaber med en robust forretningsmodel, der typisk opererer indenfor niches, der giver dem mulighed for at skabe et højt afkast på kapitalen. Vi er fortsat undervægtet i sydeuropæiske finansaktier samt i forsynings- og olieselskaber, idet selskaberne ikke opfylder vores investeringskriterier. Til trods for fravalg af disse sektorer og områder er det dog vores vurdering, at fejlagtige tilvalg udgør en større risiko end de bevidste fravalg.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive, men beherskede afkast på aktiemarkedene i 2015, understøttet af vækst i selskabernes indtjening. Dette er baseret på en forventning om, at den pæne økonomiske vækst i USA fortsætter i 2015, samtidig med at væksten i Europa forventes at stige. Der er dog risiko for tilbagefald i aktiekurserne, hvis væksten skuffer, eller der opstår fornyet usikkerhed om fremtiden. Blandt de mange forhold, der vil kunne udløse dette, er politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, frygt for en strammere pengepolitik i USA, en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten og skuffende vækst i Kina.

Afdelingens største overvægt ved udgangen af 2014 er aktier inden for industriel service og forbrugsgoder, herunder specielt relateret til autobranschen i form af Pirelli og Continental. Generelt er det vores vurdering, at vi har en portefølje bestående af kvalitetsselskaber med globalt fokus, rimelig prisfastsættelse og stærke balancer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

EUROPA FOKUS

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	26	÷6
2 Udbytter	38.784	18.986
I alt renter og udbytter	38.809	18.980
3 Kursgevinster og -tab:		
Kapitalandele	÷60.091	80.889
Valutakonti	1.669	741
Øvrige aktiver/passiver	5	÷8
4 Handelsomkostninger	÷841	÷441
I alt kursgevinster og -tab	÷59.257	81.181
I alt indtægter	÷20.448	100.160
5 Administrationsomkostninger	12.639	13.941
Resultat før skat	÷33.086	86.220
6 Skat	106	÷6.554
Årets nettoresultat	÷33.192	92.774
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	21.160	13.589
Overført fra sidste år	÷145.257	35
I alt formuebevægelser	÷124.097	13.625
Til disposition	÷157.290	106.399
7 Til rådighed for udlodning	÷61.933	÷145.257
Overført til udlodning næste år	÷61.933	÷145.257
Overført til formuen	÷95.356	251.656

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	20.120	22.084
I alt likvide midler	20.120	22.084
Kapitalandele:		
Not. aktier fra DK selskaber	37.356	73.858
Not. aktier fra udl. selskaber	535.041	722.736
I alt kapitalandele	572.398	796.594
Andre aktiver:		
Aktuelle skatteaktiver	4.105	4.540
I alt andre aktiver	4.105	4.540
Aktiver i alt	596.622	823.218
PASSIVER		
8 Medlemmernes formue	596.181	819.283
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	441	3.140
Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	796
I alt anden gæld	441	3.935
Passiver i alt	596.622	823.218

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	4,56	÷10,00	30,09	11,90	÷2,08
Benchmarkafkast (pct.)	1,34	÷8,33	17,74	19,81	6,64
Indre værdi (DKK pr. andel)	87,28	77,65	101,02	111,62	109,30
Nettoresultat (t.DKK)	21.328	÷75.454	174.311	92.774	÷33.192
Udbytte (DKK pr. andel)	1,00	0,00	1,25	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,56	1,59	1,60	1,68	1,62
ÅOP	1,96	1,95	1,95	2,00	1,99
Omsætningshastighed (antal gange)	0,80	0,26	0,24	0,20	0,43
Medlemmernes formue (t.DKK)	679.616	621.158	799.389	819.283	596.181
Antal andele	7.786.850	7.999.640	7.913.477	7.340.003	5.454.412
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

EUROPA FOKUS

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE
(FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	26	÷6
I alt renteindtægter	26	÷6

NOTE 2: UDBYTTET I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	1.147	638
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	37.636	18.348
I alt udbytter	38.784	18.986

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	10.996	10.645
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	÷71.086	70.244
Valutakonti	1.669	741
Øvrige aktiver/passiver	5	÷8
Handelsomkostninger	÷841	÷441
I alt kursgevinster og -tab	÷59.257	81.181

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷1.300	÷885
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	460	444
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷841	÷441

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	6
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	5
Andre honorarer til revisorer	163	0	752	3
Markedsføringsomkostninger	0	0	3.314	194
Gebyrer til depotselskab	0	0	429	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	2.699	15
Øvrige omkostninger	101	28	101	66
Managementhonorar	11.350	0	6.200	0
Fast administrationshonorar	996	0	157	0
I alt opdelte adm.omk.	12.611	28	13.651	289
I alt adm.omkostninger	12.639	12.639	13.941	13.941

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne m.v., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 6: SKAT I 1.000 DKK	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	106	÷6.554
I alt skat	106	÷6.554

NOTE 7: TIL RÅDGIGHED FOR UDLODNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	38.809	18.980
Ikke refunderbar udbytteskat	÷106	6.554
Regulering vedr. udbytteskat m.v.	441	÷76
Kursgevinst til udlodning	25.615	71.169
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	12.639	13.941
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	21.160	13.589
Fremførbare tab fra sidste år	0	÷254.696
Udlodning overført fra sidste år	÷145.257	35
I alt til rådighed for udlodning, brutto	÷71.976	÷158.385
Negativ rådighedsbæleb som ikke overføres til næste år	÷10.043	÷13.128
I alt til rådighed for udlodning, netto	÷61.933	÷145.257

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	7.340.003	819.283	7.913.477	799.389
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		0		÷9.892
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		0		167
Emissioner i året	835.529	93.898	1.383.173	144.028
Indløsninger i året	÷2.721.120	÷284.252	÷1.956.647	÷207.920
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		445		736
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		÷21.160		÷13.589
Overført til udlodning fra sidste år		145.257		÷35
Overført til udlodning næste år		÷61.933		÷145.257
Overførsel af periodens resultat		÷95.356		251.656
I alt medlemmernes formue	5.454.412	596.181	7.340.003	819.283

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,0	97,2
I alt finansielle instrumenter	96,0	97,2
Øvrige aktiver og passiver	4,0	2,8
I alt	100,0	100,0

*Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallevej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

EUROPA FOKUS – AKKUMULERENDE KL

Investorerer fokuseret i europæiske aktier. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer i aktier, der handles på markedspladser i Europa, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Europa, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Europa. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i eller som handles på markedspladser i lande, der grænser op til Europa. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko primært i forhold til udviklingen på europæiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på -2,25 pct., mens benchmark steg 6,64 pct. Afdelingens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter og har ikke indfriet vores forventninger om positivt afkast pga. ikke tilfredsstillende aktieudvælgelse.

Markedet

De europæiske aktiemarkeder gav et afkast på 6,64 pct. i 2014, men med betydelige udsving gennem året. Indtjningsvæksten var moderat, men markedet blev understøttet af fortsat ekspansiv pengepolitik og heraf følgende meget lave renter samt en positiv økonomisk udvikling i USA. I modsætning hertil skuffede væksten i Europa. De lave renter har endnu ikke haft den ønskede effekt på investeringslysten, og konflikten med Rusland har skabt usikkerhed og haft negative effekter for mange europæiske selskaber. Et markant fald i olieprisen gennem årets anden halvdel satte ligeledes sit præg på markedsudviklingen i energirelaterede aktier.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 8,89 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Paradoksalt nok har en stor del af porteføljeselskaberne leveret fornuftige resultater gennem året uden at blive belønnet relativt eller absolut. Pirelli, DIA, Aker Solutions og Lloyds Banking Group er eksempler på selskaber med fornuftige resultater, men vigende aktiekurser. Herudover har specielt Adidas og Sulzer bidraget negativt grundet henholdsvis en nedjustering og for Sulzers vedkommende bl.a. vigende ordreindgang fra deres olierelaterede forretning. Omvendt var Novo Nordisk og det franske bredbåndsselskab Iliad porteføljens mest positive bidragyder.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Hvis den økonomiske vækst i USA, Europa og Japan bliver svagere end forventet, vil det kunne medføre, at den forventede vækst i selskabernes indtjening udebliver, og dette er en væsentlig risikofaktor for aktiemarkedene i 2015. En anden væsentlig risikofaktor for aktiemarkedene er en forøget usikkerhed om fremtiden. Der er mange forhold, som vil kunne medføre såvel svagere vækst som forøget usikkerhed. Blandt disse kan nævnes politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, gældsloftsproblemer eller frygt for en strammere pengepolitik i USA, stigende obligationsrenter, skuffende vækst i Kina og en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten eller anden geopolitisk uro.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Juni 2010
Risikoindikator [1-7]: 6
Benchmark: MSCI Europe inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0060229011
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

BRANCHEFORDELING

Industri	25,3%
Forbrugsgoder	18,4%
Finans	13,5%
Sundhedspleje	12,5%
Konsumentvarer	9,6%
Øvrige inkl. likvide	20,7%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,70
Standardafvigelse	13,06
Tracking error	6,04
Information Ratio	-0,07
Sharpe Ratio (benchm.)	0,83
Standardafvigelse (benchm.)	11,36
Active share	91,59

Måleperiode: Jun. 2010 til dec. 2014

EUROPA FOKUS – AKKUMULERENDE KL

Afdelingens største overvægt ved udgangen af 2014 er selskaber med en robust forretningsmodel, der typisk opererer inden for nicher, der giver dem mulighed for at skabe et højt afkast på kapitalen. Vi er fortsat undervægtet i sydeuropæiske finansaktier samt i forsynings- og olieselskaber, idet selskaberne ikke opfylder vores investeringskriterier. Til trods for fravalg af disse sektorer og områder er det dog vores vurdering, at fejlagtige tilvalg udgør en større risiko end de bevidste fravalg.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive, men beherskede afkast på aktiemarkedene i 2015, understøttet af vækst i selskabernes indtjening. Dette er baseret på en forventning om, at den pæne økonomiske vækst i USA fortsætter i 2015, samtidig med at væksten i Europa forventes at stige. Der er dog risiko for tilbagefald i aktiekurserne, hvis væksten skuffer, eller der opstår fornyet usikkerhed om fremtiden. Blandt de mange forhold, der vil kunne udløse dette, er politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, frygt for en strammere pengepolitik i USA, en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten og skuffende vækst i Kina.

Afdelingens største overvægt ved udgangen af 2014 er aktier inden for industriel service og forbrugsgoder, herunder specielt relateret til autobranschen i form af Pirelli og Continental. Generelt er det vores vurdering, at vi har en portefølje bestående af kvalitetsselskaber med globalt fokus, rimelig prisfastsættelse og stærke balancer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

EUROPA FOKUS – AKKUMULERENDE KL

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014	1.1.-31.12.2013
	1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	39	19
2 Udbytter	65.278	26.989
I alt renter og udbytter	65.317	27.008
3 Kursgevinster og -tab:		
Kapitalandele	÷97.528	122.258
Valutakonti	2.503	167
Øvrige aktiver/passiver	17	÷7
4 Handelsomkostninger	÷1.513	÷746
I alt kursgevinster og -tab	÷96.521	121.672
I alt indtægter	÷31.204	148.680
5 Administrationsomkostninger	21.281	18.756
Resultat før skat	÷52.484	129.924
6 Skat	1.114	2.253
Årets nettoresultat	÷53.598	127.672
Overført til formuen	÷53.598	127.672

BALANCE

	31.12.2014	31.12.2013
	1.000 DKK	1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	33.506	44.613
I alt likvide midler	33.506	44.613
Kapitalandele:		
Not. aktier fra DK selskaber	64.423	131.267
Not. aktier fra udl. selskaber	922.721	1.270.220
I alt kapitalandele	987.144	1.401.487
Andre aktiver:		
Mellemvær: vedr. handelsafv.	312	331
Aktuelle skatteaktiver	5.066	3.448
I alt andre aktiver	5.378	3.779
Aktiver i alt	1.026.028	1.449.879
PASSIVER		
7 Medlemmernes formue	1.025.262	1.445.159
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	767	4.720
I alt anden gæld	767	4.720
Passiver i alt	1.026.028	1.449.879

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)*	20,95	÷9,70	30,05	10,73	÷2,25
Benchmarkafkast (pct.)*	-	÷8,33	17,74	19,81	6,64
Indre værdi (DKK pr. andel)	120,95	109,22	142,05	157,30	153,76
Nettoresultat (t.DKK)*	71.442	÷87.736	246.033	127.672	÷53.598
Administrationsomkostninger (pct.)	1,60	1,58	1,60	1,59	1,61
ÅOP	1,95	1,93	1,94	1,92	1,98
Omsætningshastighed (antal gange)*	0,17	0,27	0,21	0,25	0,44
Medlemmernes formue (t.DKK)	804.174	824.463	1.095.724	1.445.159	1.025.262
Antal andele	6.648.654	7.548.458	7.713.723	9.187.463	6.668.139
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

* 2010 dækker en periode på mindre end 12 måneder

EUROPA FOKUS – AKKUMULERENDE KL

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE
(FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	39	19
I alt renteindtægter	39	19

NOTE 2: UDBYTTET I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	2.056	905
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	63.221	26.084
I alt udbytter	65.278	26.989

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	19.710	16.631
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	÷117.238	105.627
Valutakonti	2.503	167
Øvrige aktiver/passiver	17	÷7
Handelsomkostninger	÷1.513	÷746
I alt kursgevinster og -tab	÷96.521	121.672

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷2.066	÷1.181
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	553	435
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷1.513	÷746

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013		
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	8
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	7
Andre honorarer til revisorer	104	0	82	5
Markedsføringsomkostninger	0	0	4.541	276
Gebyrer til depotselskab	0	0	594	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	3.692	21
Øvrige omkostninger	168	49	93	92
Managementhonorar	19.273	0	9.130	0
Fast administrationshonorar	1.686	0	214	0
I alt opdelte adm.omk.	21.232	49	18.347	409
I alt adm.omkostninger	21.281	21.281	18.756	18.756

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noter til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne m.v., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 6: SKAT I 1.000 DKK	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	1.114	2.253
I alt skat	1.114	2.253

NOTE 7: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	9.187.463	1.445.159	7.713.723	1.095.724
Emissioner i året	235.414	37.040	1.853.440	276.796
Indløsninger i året	÷2.754.738	÷403.913	÷379.700	÷55.778
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		574		745
Overførsel af periodens resultat		÷53.598		127.672
I alt medlemmernes formue	6.668.139	1.025.262	9.187.463	1.445.159

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,3	97,0
I alt finansielle instrumenter	96,3	97,0
Øvrige aktiver og passiver	3,7	3,0
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallevej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

EUROPA HØJT UDBYTTE

Investorerer i europæiske aktier med forventet høj udbytteevne. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer fortrinsvis i aktier, der handles på markedspladser i Europa, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Europa, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Europa. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i eller som handles på markedspladser i lande, der grænser op til Europa. Afdelingen har således primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på europæiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 9,57 pct., mens benchmark steg 6,64 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter og har indfriet vores forventninger om positivt afkast, men kon-

flikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

De europæiske aktiemarkeder gav et afkast på 6,64 pct. i 2014, men med betydelige udsving gennem året. Indtjningsvæksten var moderat, men markedet blev understøttet af fortsat ekspansiv pengepolitik og heraf følgende meget lave renter samt en positiv økonomisk udvikling i USA. I modsætning hertil skuffede væksten i Europa. De lave renter har endnu ikke haft den ønskede effekt på investeringslysten, og konflikten med Rusland har skabt usikkerhed og haft negative effekter for mange europæiske selskaber. Et markant fald i olieprisen gennem årets anden halvdel satte ligeledes sit præg på markedsudviklingen i energirelaterede aktier.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 2,93 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Det skyldtes dels, at vores forsigtige sektorfordeling med overvægt inden for forsyning i høj grad bar frugt, dels - og i endnu højere grad - at vores aktieudvælgelse generelt bidrog meget positivt inden for en række sektorer. Inden for finans klarede forsikrings-selskaberne Zurich Insurance Group og Direct Line Group sig rigtig godt. Dette skyldtes, at de begge har forbedret deres kapitalgrundlag og profitabilitet over de senere år og nu står over for at kunne betale højere udbytter til aktionærene. Forsyningssektoren steg primært som følge af de faldende renter, idet de fleste selskaber har et relativt højt gælds-niveau. Vores aktievalg bidrog også meget positivt, idet vores to engelske selskaber, National Grid og SSE, klarede sig særlig godt i forhold til sektoren. Vores bedste aktie var dog at finde inden for telekommunikation, idet Belgacom efter konkurrencepres i 2013 nu ser lysere på fremtiden og på den baggrund mere end indhentede det tabte. Endelig fik vi også succes med vores investeringer i stabile forbrugsselskaber, hvor Reckitt Benckiser og BAT begge steg pænt. På den negative side led vi tab på vores investering i olieserviceselskaberne Aker Solutions og Akastor som følge af det kraftige fald i olieprisen. Men overordnet set klarede vi os på niveau med sektoren inden for energi.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Oktober 2003
Risikoindikator [1-7]: 6
Benchmark: MSCI Europe inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0016253651
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

BRANCHEFORDELING

Finans	29,3%
Konsumentvarer	11,6%
Sundhedspleje	11,3%
Forsyning	10,3%
Telekommunikationsserv	9,8%
Øvrige inkl. likvide	27,7%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,67
Standardafvigelse	11,28
Tracking error	2,81
Information Ratio	-0,14
Sharpe Ratio (benchm.)	0,69
Standardafvigelse (benchm.)	11,61
Active share	78,54

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

EUROPA HØJT UDBYTTE

Afkastet blev positivt påvirket af, at afdelingen fik tilbageført udbytteskat, som visse lande har tilbageholdt.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Hvis den økonomiske vækst i USA, Europa og Japan bliver svagere end forventet, vil det kunne medføre, at den forventede vækst i selskabernes indtjening udebliver, og dette er en væsentlig risikofaktor for aktiemarkederne i 2015. En anden væsentlig risikofaktor for aktiemarkederne er en forøget usikkerhed om fremtiden. Der er mange forhold, som vil kunne medføre såvel svagere vækst som forøget usikkerhed. Blandt disse kan nævnes politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, gældsloftsproblemer eller frygt for en strammere pengepolitik i USA, stigende obligationsrenter, skuffende vækst i Kina og en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten eller anden geopolitisk uro.

Herudover kan stigende skatter, direkte eller indirekte, eller ændret regulering for særligt energi-, forsynings- og teleselskaber påvirke afkastet i afdelingen negativt.

Afdelingen har fokus på aktier med et højt udbytte. Afdelingens største overvægte ved udgangen af 2014 er på sektorniveau forsikring, forsyning og telekommunikation, som er de sektorer, hvor vi finder flest selskaber med høje udbyttebetalinger. Modsat er vores største undervægte inden for forbrugsgoder, banker og teknologi, hvor meget få selskaber betaler høje udbytter. Afdelingens stil kan derfor have betydning for investorernes fremtidige afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive, men beherskede afkast på aktiemarkederne i 2015, understøttet af vækst i selskabernes indtjening. Dette er baseret på en forventning om, at den pæne økonomiske vækst i USA fortsætter i 2015, samtidig med at væksten i Europa forventes at stige. Der er dog risiko for tilbagefald i aktiekurserne, hvis væksten skuffer, eller der opstår fornyet usikkerhed om fremtiden. Blandt de mange forhold, der vil kunne udløse dette, er politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, frygt for en strammere pengepolitik i USA, en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten og skuffende vækst i Kina.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valget af enkeltaktier, som forventes at kunne betale høje udbytter. Vi har en høj eksponering inden for forsyning og telekommunikation, som forventes at give stabilitet i porteføljen. Vi er derimod mere forsigtige inden for de cykliske sektorer, hvor vi primært fokuserer på industriselskaber med globale afsætningsmuligheder. Inden for finans har vi fokus på forsikringsselskaber med solide driftsresultater og høje udbyttebetalinger. Til gengæld har vi en begrænset eksponering til banker, som i de fleste tilfælde ikke kan betale attraktive udbytter på grund af ny regulering og behov for konsolidering.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

EUROPA HØJT UDBYTTE

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	26	39
2 Udbytter	126.003	84.801
I alt renter og udbytter	126.028	84.839
3 Kursgevinster og -tab:		
Kapitalandele	91.609	240.761
Valutakonti	3.037	3.119
Øvrige aktiver/passiver	190	÷153
4 Handelsomkostninger	÷1.141	÷400
I alt kursgevinster og -tab	93.695	243.328
I alt indtægter	219.723	328.168
5 Administrationsomkostninger	34.893	36.760
Resultat før skat	184.830	291.408
6 Skat	÷7.187	÷36.882
Årets nettoresultat	192.017	328.290
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	÷2.036	136.956
Overført fra sidste år	÷336.223	212
I alt formuebevægelser	÷338.259	137.168
Til disposition	÷146.242	465.458
7 Til rådighed for udlodning	÷124.609	÷376.830
Foreslået udlodning	111.155	40.607
Reduktion af fremførbart tab som følge af udlodning	÷222.310	÷81.214
Overført til udlodning næste år	÷13.454	÷336.223
Overført til formuen	÷21.633	842.288

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	35.163	14.202
I alt likvide midler	35.163	14.202
Kapitalandele:		
Not. aktier fra udl. selskaber	2.236.059	2.017.749
I alt kapitalandele	2.236.059	2.017.749
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	2.498	2.555
Mellemvær vedr. handelsafv.	0	1.042
Aktuelle skatteaktiver	14.011	18.267
I alt andre aktiver	16.509	21.864
Aktiver i alt	2.287.731	2.053.816
PASSIVER		
8 Medlemmernes formue	2.286.019	2.046.153
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	1.712	7.662
I alt anden gæld	1.712	7.662
Passiver i alt	2.287.731	2.053.816

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	10,20	÷8,29	15,38	17,79	9,57
Benchmarkafkast (pct.)	-	-	-	19,81	6,64
Indre værdi (DKK pr. andel)	130,45	117,13	131,76	151,17	162,47
Nettoresultat (t.DKK)	313.098	÷303.419	295.037	328.290	192.017
Udbytte (DKK pr. andel)	2,75	3,00	3,50	3,00	7,90
Administrationsomkostninger (pct.)	1,57	1,60	1,60	1,83	1,64
ÅOP	1,96	1,94	1,92	2,11	1,96
Omsætningshastighed (antal gange)	0,18	0,18	0,08	0,03	0,12
Medlemmernes formue (t.DKK)	3.369.526	2.389.148	2.217.627	2.046.153	2.286.019
Antal andele	25.829.043	20.396.689	16.831.058	13.535.524	14.070.207
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

EUROPA HØJT UDBYTTTE

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE
(FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	26	39
I alt renteindtægter	26	39

NOTE 2: UDBYTTER I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	126.003	84.801
I alt udbytter	126.003	84.801

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	91.609	240.761
Valutakonti	3.037	3.119
Øvrige aktiver/passiver	190	÷ 153
Handelsomkostninger	÷ 1.141	÷ 400
I alt kursgevinster og -tab	93.695	243.328

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷ 2.273	÷ 2.049
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	1.132	1.649
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷ 1.141	÷ 400

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	14
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	12
Andre honorarer til revisorer	790	0	4.657	8
Markedsføringsomkostninger	0	0	8.015	472
Gebyrer til depotselskab	0	0	1.030	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	6.544	36
Øvrige omkostninger	385	70	405	153
Managementhonorar	30.912	0	15.037	0
Fast administrationshonorar	2.736	0	376	0
I alt opdelte adm.omk.	34.823	70	36.064	696
I alt adm.omkostninger	34.823	70	36.064	696

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne mv., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 6: SKAT I 1.000 DKK	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	÷ 7.187	÷ 36.882
I alt skat	÷ 7.187	÷ 36.882

NOTE 7: TIL RÅDIGHED FOR UDLØDNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	126.028	84.839
Ikke refunderbar udbytteskat	7.187	36.882
Regulering vedr. udbytteskat m.v.	4.407	980
Kursgevinst til udlodning	74.512	142.271
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	34.893	36.760
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	÷ 2.036	136.956
Fremførbare tab fra sidste år	0	÷ 776.916
Udlodning overført fra sidste år	÷ 336.223	212
I alt til rådighed for udlodning, brutto	÷ 161.018	÷ 411.535
Frivillig udlodning	111.155	40.607
Negativ rådighedsbeleb som ikke overføres til næste år	÷ 36.409	÷ 34.705
Reduktion af fremførbart tab som følge af udlodning	÷ 111.155	÷ 40.607
I alt til rådighed for udlodning, netto	÷ 124.609	÷ 376.830

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	13.535.524	2.046.153	16.831.058	2.217.627
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷ 40.607		÷ 58.909
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		1.486		9.978
Emissioner i året	2.184.547	346.939	1.849.319	255.333
Indløsninger i året	÷ 1.649.864	÷ 260.702	÷ 5.144.853	÷ 707.574
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		732		1.407
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		2.036		÷ 136.956
Overført til udlodning fra sidste år		336.223		÷ 212
Overført til udlodning næste år		÷ 13.454		÷ 336.223
Foreslået udlodning		111.155		40.607
Overførsel af periodens resultat		÷ 21.633		842.288
Reduktion af fremførbart tab som følge af udlodning		÷ 222.310		÷ 81.214
I alt medlemmernes formue	14.070.207	2.286.019	13.535.524	2.046.153

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,8	98,6
I alt finansielle instrumenter	97,8	98,6
Øvrige aktiver og passiver	2,2	1,4
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

EUROPA HØJT UDBYTTE – AKKUMULERENDE KL

Investerer i europæiske aktier med forventet høj udbytteevne. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer fortrinsvis i aktier, der handles på markedspladser i Europa, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Europa, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Europa. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i eller som handles på markedspladser i lande, der grænser op til Europa. Afdelingen har således primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på europæiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 9,53 pct., mens benchmark steg 6,64 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter og

har indfriet vores forventninger om positivt afkast, men konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

De europæiske aktiemarkeder gav et afkast på 6,64 pct. i 2014, men med betydelige udsving gennem året. Indtjeningsvæksten var moderat, men markedet blev understøttet af fortsat ekspansiv pengepolitik og heraf følgende meget lave renter samt en positiv økonomisk udvikling i USA. I modsætning hertil skuffede væksten i Europa. De lave renter har endnu ikke haft den ønskede effekt på investeringslysten, og konflikten med Rusland har skabt usikkerhed og haft negative effekter for mange europæiske selskaber. Et markant fald i olieprisen gennem årets anden halvdel satte ligeledes sit præg på markedsudviklingen i energirelaterede aktier.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 2,89 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Det skyldtes dels, at vores forsigtige sektorfordeling med overvægt inden for forsyning i høj grad bar frugt, dels - og i endnu højere grad - at vores aktieudvælgelse generelt bidrog meget positivt inden for en række sektorer. Inden for finans klarede forsikrings-selskaberne Zurich Insurance Group og Direct Line Group sig rigtig godt. Dette skyldtes, at de begge har forbedret deres kapitalgrundlag og profitabilitet over de senere år og nu står over for at kunne betale højere udbytter til aktionærene. Forsyningssektoren steg primært som følge af de faldende renter, idet de fleste selskaber har et relativt højt gælds-niveau. Vores aktievalg bidrog også meget positivt, idet vores to engelske selskaber, National Grid og SSE, klarede sig særlig godt i forhold til sektoren. Vores bedste aktie var dog at finde inden for telekommunikation, idet Belgacom efter konkurrencepres i 2013 nu ser lysere på fremtiden og på den baggrund mere end indhentede det tabte. Endelig fik vi også succes med vores investeringer i stabile forbrugsselskaber, hvor Reckitt Benckiser og BAT begge steg pænt. På den negative side led vi tab på vores investering i olieserviceselskaberne Aker Solutions

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Februar 2007
Risikoindikator [1-7]: 6
Benchmark: MSCI Europe inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0060058618
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

BRANCHEFORDELING

Finans	29,2%
Konsumtvarer	11,5%
Sundhedspleje	11,2%
Forsyning	10,3%
Telekommunikationsserv	9,7%
Øvrige inkl. likvide	28,1%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,66
Standardafvigelse	11,29
Tracking error	2,79
Information Ratio	-0,21
Sharpe Ratio (benchm.)	0,69
Standardafvigelse (benchm.)	11,61
Active share	78,56

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

EUROPA HØJT UDBYTTE – AKKUMULERENDE KL

og Akastor som følge af det kraftige fald i olieprisen. Men overordnet set klarede vi os på niveau med sektoren inden for energi.

Afkastet blev positivt påvirket af, at afdelingen fik tilbageført udbytteskat, som visse lande har tilbageholdt.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Hvis den økonomiske vækst i USA, Europa og Japan bliver svagere end forventet, vil det kunne medføre, at den forventede vækst i selskabernes indtjening udebliver, og dette er en væsentlig risikofaktor for aktiemarkedene i 2015. En anden væsentlig risikofaktor for aktiemarkedene er en forøget usikkerhed om fremtiden. Der er mange forhold, som vil kunne medføre såvel svagere vækst som forøget usikkerhed. Blandt disse kan nævnes politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, gældsloftsproblemer eller frygt for en strammere pengepolitik i USA, stigende obligationsrenter, skuffende vækst i Kina og en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten eller anden geopolitisk uro.

Herudover kan stigende skatter, direkte eller indirekte, eller ændret regulering for særligt energi-, forsynings- og teleselskaber påvirke afkastet i afdelingen negativt.

Afdelingen har fokus på aktier med et højt udbytte. Afdelingens største overvægte ved udgangen af 2014 er på sektorniveau forsikring, forsyning og telekommunikation, som er de sektorer, hvor vi finder flest selskaber med høje udbyttebetalinger. Modsat er vores største undervægte inden for forbrugsgoder, banker og teknologi, hvor meget få selskaber betaler høje udbytter. Afdelingens stil kan derfor have betydning for investorernes fremtidige afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive, men beherskede afkast på aktiemarkedene i 2015, understøttet af vækst i selskabernes indtjening. Dette er baseret på en forventning om, at den pæne økonomiske vækst i USA fortsætter i 2015, samtidig med at væksten i Europa forventes at stige. Der er dog risiko for tilbagefald i aktiekurserne, hvis væksten skuffer, eller der opstår fornyet usikkerhed om fremtiden. Blandt de mange forhold, der vil kunne udløse dette, er politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, frygt for en strammere pengepolitik i USA, en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten og skuffende vækst i Kina.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valget af enkeltaktier, som forventes at kunne betale høje udbytter. Vi har en høj eksponering inden for forsyning og telekommunikation, som forventes at give stabilitet i porteføljen. Vi er derimod mere forsigtige inden for de cykliske sektorer, hvor vi primært fokuserer på industriselskaber med globale afsætningsmuligheder. Inden for finans har vi fokus på forsikringsselskaber med solide driftsresultater og høje udbyttebetalinger. Til gengæld har vi en begrænset eksponering til banker, som i de fleste tilfælde ikke kan betale attraktive udbytter på grund af ny regulering og behov for konsolidering.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

EUROPA HØJT UDBYTTE – AKKUMULERENDE KL

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	10	13
2 Udbytter	47.874	44.988
I alt renter og udbytter	47.884	45.001
3 Kursgevinster og -tab:		
Kapitalandele	37.743	112.139
Valutakonti	1.117	1.989
Øvrige aktiver/passiver	77	÷55
4 Handelsomkostninger	÷407	÷267
I alt kursgevinster og -tab	38.529	113.807
I alt indtægter	86.413	158.808
5 Administrationsomkostninger	12.944	17.567
Resultat før skat	73.469	141.241
6 Skat	÷2.143	÷6.968
Årets nettoresultat	75.612	148.208
Overført til formuen	75.612	148.208

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	16.261	5.216
I alt likvide midler	16.261	5.216
Kapitalandele:		
Not. aktier fra udl. selskaber	763.310	827.662
I alt kapitalandele	763.310	827.662
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter; udbytter m.m.	826	1.280
Aktuelle skatteaktiver	5.640	7.654
I alt andre aktiver	6.466	8.934
Aktiver i alt	786.037	841.811
PASSIVER		
7 Medlemmernes formue	785.436	834.831
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	601	3.707
Mellemvær: vedr. handelsafv.	0	3.273
I alt anden gæld	601	6.980
Passiver i alt	786.037	841.811

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	10,15	÷8,29	15,54	16,62	9,53
Benchmarkafkast (pct.)	-	-	-	19,81	6,64
Indre værdi (DKK pr. andel)	89,74	82,31	95,10	110,90	121,47
Nettoresultat (t.DKK)	121.437	÷116.338	153.702	148.208	75.612
Administrationsomkostninger (pct.)	1,55	1,59	1,60	1,71	1,64
ÅOP	1,94	1,92	1,92	2,00	1,95
Omsætningshastighed (antal gange)	0,21	0,18	0,11	0,07	0,15
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.308.956	1.174.396	1.098.508	834.831	785.436
Antal andele	14.585.663	14.268.520	11.551.267	7.527.754	6.465.896
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

EUROPA HØJT UDBYTTE – AKKUMULERENDE KL

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE
(FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	10	13
I alt renteindtægter	10	13

NOTE 2: UDBYTTER I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	47.874	44.988
I alt udbytter	47.874	44.988

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	37.743	112.139
Valutakonti	1.117	1.989
Øvrige aktiver/passiver	77	÷55
Handelsomkostninger	÷407	÷267
I alt kursgevinster og -tab	38.529	113.807

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷818	÷970
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	411	703
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷407	÷267

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	7
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	6
Andre honorarer til revisorer	273	0	1.203	4
Markedsføringsomkostninger	0	0	4.194	244
Gebyrer til depotselskab	0	0	538	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	3.418	19
Øvrige omkostninger	151	28	139	82
Managementhonorar	11.483	0	7.514	0
Fast administrationshonorar	1.008	0	199	0
I alt opdelte adm.omk.	12.916	28	17.205	362
I alt adm.omkostninger	12.944		17.567	

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne mv., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 6: SKAT I 1.000 DKK	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	÷2.143	÷6.968
I alt skat	÷2.143	÷6.968

NOTE 7: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK

Medlemmernes formue primo	7.527.754	834.831	11.551.267	1.098.508
Emissioner i året	538.918	64.673	302.423	31.404
Indløsninger i året	÷1.600.776	÷189.952	÷4.325.936	÷443.994
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		272		706
Overførsel af periodens resultat		75.612		148.208
I alt medlemmernes formue	6.465.896	785.436	7.527.754	834.831

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014		2013	
--------------------------------	------	--	------	--

Finansielle instrumenter i pct.				
Børsnoterede finansielle instrumenter			97,2	99,1
I alt finansielle instrumenter			97,2	99,1
Øvrige aktiver og passiver			2,8	0,9
I alt			100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallevej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

EUROPA INDEKS

Investerer indeksbaseret i europæiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer fortrinsvis i aktier, der handles på markedspladser i Europa, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Europa, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Europa. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i eller som handles på markedspladser i lande, der grænser op til Europa. Afdelingen har således primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på europæiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 6,79 pct., mens benchmark steg 6,64 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og har indfriet vores forventninger om positivt afkast, men konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

De europæiske aktiemarkeder gav et afkast på 6,64 pct. i 2014, men med betydelige udsving gennem året. Indtjningsvæksten var moderat, men markedet blev understøttet af fortsat ekspansiv pengepolitik og heraf følgende meget lave renter samt en positiv økonomisk udvikling i USA. I modsætning hertil skuffede væksten i Europa. De lave renter har endnu ikke haft den ønskede effekt på investeringslysten, og konflikten med Rusland har skabt usikkerhed og haft negative effekter for mange europæiske selskaber. Et markant fald i olieprisen gennem årets anden halvdel satte ligeledes sit præg på markedsudviklingen i energirelaterede aktier.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,15 procentpoint højere end ændringen i benchmark, og der var således en tilfredsstillende overensstemmelse mellem afdelingens afkast og udvikling i benchmark.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Hvis den økonomiske vækst i USA, Europa og Japan bliver svagere end forventet, vil det kunne medføre, at den forventede vækst i selskabernes indtjening udebliver, og dette er en væsentlig risikofaktor for aktiemarkederne i 2015. En anden væsentlig risikofaktor for aktiemarkederne er en forøget usikkerhed om fremtiden. Der er mange forhold, som vil kunne medføre såvel svagere vækst som forøget usikkerhed. Blandt disse kan nævnes politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, gældsloftsproblemer eller frygt for en strammere pengepolitik i USA, stigende obligationsrenter, skuffende vækst i Kina og en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten eller anden geopolitisk uro.

Afdelingens største overvægt ved udgangen af 2014 er aktier med en global, robust forretningsmodel samt selskaber på tværs af sektorer, som via interne forbedringer og omstruktureringer kan forbedre indtjeningsevnen. Vi er undervægtet i selskaber, som på tværs af sektorer er særligt sårbare i relation til de anstrengte offentlige balancer i Europa. Forudsat vi ikke ændrer investeringsstrategien, vil en markant forskel i afkastudviklingen mellem europæisk

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: September 1984
Risikoindeks (1-7): 6
Benchmark: MSCI Europe inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0010266311
Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

BRANCHEFORDELING

Finans	22,1%
Konsumentvarer	13,9%
Sundhedspleje	13,7%
Industri	10,6%
Forbrugsgoder	10,4%
Øvrige inkl. likvide	29,3%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,69
Standardafvigelse	11,44
Tracking error	0,54
Information Ratio	-0,12
Sharpe Ratio (benchm.)	0,69
Standardafvigelse (benchm.)	11,61
Active share	4,80

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

EUROPA INDEKS



eksponerede selskaber og globalt eksponerede selskaber kunne have særlig stor betydning for investorernes fremtidige afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive, men beherskede afkast på aktiemarkedene i 2015, understøttet af vækst i selskabernes indtjening. Dette er baseret på en forventning om, at den pæne økonomiske vækst i USA fortsætter i 2015, samtidig med at væksten i Europa forventes at stige. Der er dog risiko for tilbagefald i aktiekurserne, hvis væksten skuffer, eller der opstår fornyet usikkerhed om fremtiden. Blandt de mange forhold, der vil kunne udløse dette, er politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, frygt for en strammere pengepolitik i USA, en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten og skuffende vækst i Kina.

Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger det valgte benchmark. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast, der er lidt lavere end udviklingen i det valgte benchmark, idet omkostningerne trækkes fra i afkastet.

EUROPA INDEKS

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	2	1
2 Udbytter	15.818	10.702
I alt renter og udbytter	15.820	10.702
3 Andre indtægter og omkostninger:		
Andre indtægter	22	0
I alt andre indtægter og omkostninger:	22	0
4 Kursgevinster og -tab:		
Kapitalandele	9.282	46.834
Valutakonti	133	104
Øvrige aktiver/passiver	21	÷5
5 Handelsomkostninger	0	2
I alt kursgevinster og -tab	9.436	46.935
I alt indtægter	25.279	57.637
6 Administrationsomkostninger	2.232	2.664
Resultat før skat	23.047	54.973
7 Skat	÷180	÷5.848
Årets nettoresultat	23.227	60.821
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	÷273	÷2
Overført fra sidste år	÷51.612	611
I alt formuebevægelser	÷51.885	609
Til disposition	÷28.658	61.431
8 Til rådighed for udlodning	÷35.681	÷51.612
Overført til udlodning næste år	÷35.681	÷51.612
Overført til formuen	7.023	113.042

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	3.476	2.326
I alt likvide midler	3.476	2.326
Kapitalandele:		
Not. aktier fra DK selskaber	8.732	5.945
Not. aktier fra udl. selskaber	362.673	337.505
I alt kapitalandele	371.406	343.450
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	272	288
Andre tilgodehavender	562	707
Mellemvær: vedr. handelsafv.	716	1.254
Aktuelle skatteaktiver	2.018	1.827
I alt andre aktiver	3.568	4.076
Aktiver i alt	378.450	349.852
PASSIVER		
9 Medlemmernes formue	378.342	349.416
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	108	436
I alt anden gæld	108	436
Passiver i alt	378.450	349.852

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	10,38	÷8,57	17,34	20,95	6,79
Benchmarkafkast (pct.)	11,26	÷8,33	17,74	19,81	6,64
Indre værdi (DKK pr. andel)	69,84	62,49	70,28	82,63	88,24
Nettoresultat (t.DKK)	32.284	÷25.206	49.973	60.821	23.227
Udbytte (DKK pr. andel)	1,50	2,75	2,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,06	0,63	0,60	0,84	0,63
ÅOP	1,33	1,04	0,88	1,10	0,89
Omsætningshastighed (antal gange)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Medlemmernes formue (t.DKK)	342.857	341.669	296.969	349.416	378.342
Antal andele	4.909.045	5.467.251	4.225.476	4.228.640	4.287.622
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

EUROPA INDEKS

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE
(FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	2	1
I alt renteindtægter	2	1

NOTE 2: UDBYTTER I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	142	83
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	15.657	10.619
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	14	0
Øvrige udbytter	5	0
I alt udbytter	15.818	10.702

NOTE 3: ANDRE INDTÆGTER OG OMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Gebyrindtægt ved aktieudlån	22	0
I alt andre indtægter og omkostninger	22	0

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	1.162	1.036
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	8.120	45.792
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	0	6
Valutakonti	133	104
Øvrige aktiver/passiver	21	±5
Handelsomkostninger	0	2
I alt kursgevinster og -tab	9.436	46.935

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	±101	±175
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	101	177
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	0	2

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	2
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	2
Andre honorarer til revisorer	57	0	733	1
Markedsføringsomkostninger	0	0	453	75
Gebyrer til depotselskab	0	0	192	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	227	6
Øvrige omkostninger	50	12	53	27
Managementhonorar	1.622	0	833	0
Fast administrationshonorar	491	0	59	0
I alt opdelte adm.omk.	2.220	12	2.551	113
I alt adm.omkostninger		2.232		2.664

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne m.v., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar:

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	±180	±5.848
I alt skat	±180	±5.848

NOTE 8: TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	15.820	10.702
Ikke refunderbar udbytteskat	180	5.848
Regulering vedr. udbytteskat m.v.	±151	±201
Kursgevinst til udlodning	273	±1.492
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	2.232	2.664
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	±273	±2
Fremførbare tab fra sidste år	0	±67.098
Udlodning overført fra sidste år	±51.612	611
I alt til rådighed for udlodning, brutto	±37.995	±54.296

Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	±2.314	±2.684
I alt til rådighed for udlodning, netto	±35.681	±51.612

NOTE 9: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	4.228.640	349.416	4.225.476	296.969
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		0		±8.451
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		0		340
Emissioner i året	360.000	31.000	607.289	45.220
Indløsninger i året	±301.018	±25.372	±604.125	±45.611
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		70		129
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		273		2
Overført til udlodning fra sidste år		51.612		±611
Overført til udlodning næste år		±35.681		±51.612
Overførsel af periodens resultat		7.023		113.042
I alt medlemmernes formue	4.287.622	378.342	4.228.640	349.416

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,2	98,3
I alt finansielle instrumenter	98,2	98,3
Øvrige aktiver og passiver	1,8	1,7
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
Danske Bank	821	610

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallevej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

AKTIEUDLÅN I 1.000 DKK	2014	2013
Kursværdi af udlånte aktier	4.649	0

Sikkerhed for udlånte aktier i form af:

Noterede obligationer fra danske udstedere	7.629	0
I alt sikkerhed	7.629	0

EUROPA INDEKS BNP

Investerer indeksbaseret i henhold til et BNP-vægtet indeks i europæiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer fortrinsvis i aktier, der handles på markedspladser i Europa, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Europa, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Europa. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i eller som handles på markedspladser i lande, der grænser op til Europa. Afdelingen har således primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på europæiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 5,27 pct., mens benchmark steg 4,40 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og har indfriet vores forventninger om positivt afkast men konflikten i Ukraine, skuffende

vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

De europæiske aktiemarkeder gav et afkast på 6,64 pct. i 2014, men med betydelige udsving gennem året. Indtjningsvæksten var moderat, men markedet blev understøttet af fortsat ekspansiv pengepolitik og heraf følgende meget lave renter samt en positiv økonomisk udvikling i USA. I modsætning hertil skuffede væksten i Europa. De lave renter har endnu ikke haft den ønskede effekt på investeringslysten, og konflikten med Rusland har skabt usikkerhed og haft negative effekter for mange europæiske selskaber. Et markant fald i olieprisen gennem årets anden halvdel satte ligeledes sit præg på markedsudviklingen i energirelaterede aktier.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,87 procentpoint højere end ændringen i benchmark, og der var således en tilfredsstillende overensstemmelse mellem afdelingens afkast og udvikling i benchmark. Afkastet blev positivt påvirket af, at afdelingen fik tilbageført udbytteskat, som visse lande har tilbageholdt. Korrigeret for dette, var der en tilfredsstillende overensstemmelse mellem afdelingens afkast og udviklingen i benchmark.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Hvis den økonomiske vækst i USA, Europa og Japan bliver svagere end forventet, vil det kunne medføre, at den forventede vækst i selskabernes indtjening udebliver, og dette er en væsentlig risikofaktor for aktiemarkederne i 2015. En anden væsentlig risikofaktor for aktiemarkederne er en forøget usikkerhed om fremtiden. Der er mange forhold, som vil kunne medføre såvel svagere vækst som forøget usikkerhed. Blandt disse kan nævnes politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, gældsloftsproblemer eller frygt for en strammere pengepolitik i USA, stigende obligationsrenter, skuffende vækst i Kina og en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten eller anden geopolitisk uro.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Juni 1989
Risikoindeks (1-7): 6
Benchmark: MSCI Europe BNP inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0015737563
Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

BRANCHEFORDELING

Finans	24,5%
Industri	11,4%
Forbrugsgoder	11,3%
Konsumentvarer	10,6%
Sundhedspleje	9,6%
Øvrige inkl. likvide	32,6%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,49
Standardafvigelse	13,56
Tracking error	1,27
Information Ratio	0,51
Sharpe Ratio (benchm.)	0,43
Standardafvigelse (benchm.)	13,84
Active share	4,61

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

EUROPA INDEKS BNP

Afdelingens største overvægt ved udgangen af 2014 er aktier med en global, robust forretningsmodel samt selskaber på tværs af sektorer, som via interne forbedringer og omstruktureringer kan forbedre indtjeningsevnen. Vi er undervægtet i selskaber, som på tværs af sektorer er særligt sårbare i relation til de anstrengte offentlige balancer i Europa. Forudsat vi ikke ændrer investeringsstrategien, vil en markant forskel i afkastudviklingen mellem europæisk eksponerede selskaber og globalt eksponerede selskaber kunne have særlig stor betydning for investorernes fremtidige afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive, men beherskede afkast på aktiemarkederne i 2015, understøttet af vækst i selskabernes indtjening. Dette er baseret på en forventning om, at den pæne økonomiske vækst i USA fortsætter i 2015, samtidig med at væksten i Europa forventes at stige. Der er dog risiko for tilbagefald i aktiekurserne, hvis væksten skuffer, eller der opstår fornyet usikkerhed om fremtiden. Blandt de mange forhold, der vil kunne udløse dette, er politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, frygt for en strammere pengepolitik i USA, en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten og skuffende vækst i Kina.

Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger det valgte benchmark. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast, der er lidt lavere end udviklingen i det valgte benchmark, idet omkostningerne trækkes fra i afkastet.

EUROPA INDEKS BNP

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	2	4
2 Udbytter	8.370	4.645
I alt renter og udbytter	8.372	4.649
3 Andre indtægter og omkostninger:		
Andre indtægter	20	0
I alt andre indtægter og omkostninger:	20	0
4 Kursgevinster og -tab:		
Kapitalandele	÷927	21.643
Valutakonti	653	19
Øvrige aktiver/passiver	0	÷20
5 Handelsomkostninger	÷5	÷41
I alt kursgevinster og -tab	÷278	21.602
I alt indtægter	8.114	26.251
6 Administrationsomkostninger	1.502	1.352
Resultat før skat	6.612	24.899
7 Skat	÷1.028	÷6.967
Årets nettoresultat	7.639	31.866
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	÷118.916	3.178
Overført fra sidste år	÷76.505	122
I alt formuebevægelser	÷195.421	3.300
Til disposition	÷187.782	35.165
8 Til rådighed for udlodning	÷182.260	÷76.505
Overført til udlodning næste år	÷182.260	÷76.505
Overført til formuen	÷5.521	111.670

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	3.293	1.907
I alt likvide midler	3.293	1.907
Kapitalandele:		
Not. aktier fra DK selskaber	9.210	3.108
Not. aktier fra udl. selskaber	424.762	146.368
I alt kapitalandele	433.971	149.476
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	90	63
Mellemvær. vedr. handelsafv.	89	0
Aktuelle skatteaktiver	1.464	2.986
Øvrige aktiver	0	350
I alt andre aktiver	1.644	3.399
Aktiver i alt	438.908	154.783
PASSIVER		
9 Medlemmernes formue	438.732	154.595
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	176	188
I alt anden gæld	176	188
Passiver i alt	438.908	154.783

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	5,42	÷13,00	17,60	26,05	5,27
Benchmarkafkast (pct.)	6,35	÷13,25	19,13	15,87	4,40
Indre værdi (DKK pr. andel)	261,64	223,19	250,37	304,93	320,99
Nettoresultat (t.DKK)	37.391	÷53.775	19.927	31.866	7.639
Udbytte (DKK pr. andel)	5,25	10,75	8,50	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,07	0,63	0,63	0,99	0,68
ÅOP	1,35	0,90	0,93	1,28	0,94
Omsætningshastighed (antal gange)	0,01	0,00	0,06	0,01	0,00
Medlemmernes formue (t.DKK)	680.062	123.070	131.389	154.595	438.732
Antal andele	2.599.206	551.424	524.769	506.990	1.366.816
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

EUROPA INDEKS BNP

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE
(FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	2	4
I alt renteindtægter	2	4

NOTE 2: UDBYTTET I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	102	31
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	8.260	4.614
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	8	0
I alt udbytter	8.370	4.645

NOTE 3: ANDRE INDTÆGTER OG OMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Gebyrindtægt ved aktieudlån	20	0
I alt andre indtægter og omkostninger	20	0

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	532	518
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	+ 1.459	21.124
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	0	1
Valutakonti	653	19
Øvrige aktiver/passiver	0	+20
Handelsomkostninger	+5	+41
I alt kursgevinster og -tab	+278	21.602

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	+603	+82
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	599	41
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+5	+41

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	1
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	1
Andre honorarer til revisorer	118	0	454	1
Markedsføringsomkostninger	0	0	196	32
Gebyrer til depotselskab	0	0	115	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	99	2
Øvrige omkostninger	61	5	54	13
Managementhonorar	1.005	0	357	0
Fast administrationshonorar	313	0	27	0
I alt opdelte adm.omk.	1.497	5	1.301	50
I alt adm.omkostninger		1.502		1.352

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 elene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne m.v., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar:

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	+ 1.028	+6.967
I alt skat	+1.028	+6.967

NOTE 8: TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	8.372	4.649
Ikke refunderbar udbytteskat	1.028	6.967
Regulering vedr. udbytteskat m.v.	1.540	1.331
Kursgevinst til udlodning	1.141	+ 1.040
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	1.502	1.352
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	+ 118.916	3.178
Fremførbare tab fra sidste år	0	+91.716
Udlodning overført fra sidste år	+76.505	122
I alt til rådighed for udlodning, brutto	+184.843	+77.862
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	+2.583	+ 1.357
I alt til rådighed for udlodning, netto	+182.260	+76.505

NOTE 9: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	506.990	154.595	524.769	131.389
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		0		+4.461
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		0		181
Emissioner i året	976.709	314.724	25.221	6.997
Indløsninger i året	+ 116.883	+38.231	+43.000	+ 11.394
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		4		17
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		118.916		+3.178
Overført til udlodning fra sidste år		76.505		+122
Overført til udlodning næste år		+ 182.260		+76.505
Overførsel af periodens resultat		+5.521		111.670
I alt medlemmernes formue	1.366.816	438.732	506.990	154.595

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,9	96,7
I alt finansielle instrumenter	98,9	96,7
Øvrige aktiver og passiver	1,1	3,3
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
Danske Bank	780	281

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

AKTIEUDLÅN I 1.000 DKK	2014	2013
Kursværdi af udlånte aktier	2.242	0

Sikkerhed for udlånte aktier i form af:

Noterede obligationer fra danske udstedere	3.693	0
I alt sikkerhed	3.693	0

EUROPA SMALL CAP

Investerer fokuseret i aktier i mindre og mellemstore europæiske selskaber. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer fortrinsvis i aktier i mindre og mellemstore selskaber, der handles på markedspladser i Europa, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Europa, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Europa. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i eller som handles på markedspladser i lande, der grænser op til Europa. Afdelingen har således primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på europæiske aktier i mindre og mellemstore selskaber. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering mod udlandet, selskabsspecifikke forhold, risici tilknyttet investeringsstilen, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et positivt afkast på 1,76 pct., mens benchmark steg 6,27 pct. Afdelingens afkast var således

mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. Det har indfriet vores forventninger om positivt afkast, men konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

Det europæiske aktiemarked for små og mellemstore virksomheder afsluttede 2014 med et positivt afkast på 6,27 pct. Markedet var præget af kursudsving og usikkerhed. Markedet begyndte året med særdeles positive afkast i tråd med andet halvår 2013. Midterste del af 2014 var præget af Ukraine-konflikten, der sendte aktiemarkedet ned og skabte uro. I den sidste del af året skabte den faldende oliepris tumult på markedet, men ikke mere end at året stadig endte med positivt afkast.

I 2014 klarede de mindre aktier sig på niveau med de store, der steg 6,64 pct.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 4,51 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Det mindre tilfredsstillende relative afkast kan tilskrives årets første måneder, mens det set over resten af året var tilfredsstillende.

Det mindre tilfredsstillende relative afkast kan delvist tilskrives afdelingens investeringer i energirelaterede aktier som Aker Solutions, Sulzer, Det Norske Oljeselskab og Schoeller-Bleckmann.

På den positive side var Signet Jewelers, der er den største juvelerkæde i Nordamerika. Ligeledes bidrog den tyske optiker-kæde Fielmann samt det engelske kemiselskab Victrex positivt.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Hvis den økonomiske vækst i USA, Europa og Japan bliver svagere end forventet, vil det kunne medføre, at den forventede vækst i selskabernes indtjening udebliver, og dette er en væsentlig risikofaktor for aktiemarkedene i 2015. En anden væsentlig risikofaktor for aktiemarkedene er en for-

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Maj 1999
Risikoindikator [1-7]: 6
Benchmark: MSCI Europe Small Cap inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0060046019
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

BRANCHEFORDELING

Industri	39,9%
Forbrugsgoder	22,2%
Materialer	14,6%
Konsumtvarer	8,8%
Sundhedspleje	7,1%
Øvrige inkl. likvide	7,4%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,77
Standardafvigelse	15,14
Tracking error	5,25
Information Ratio	-0,17
Sharpe Ratio (benchm.)	0,91
Standardafvigelse (benchm.)	13,88
Active share	97,29

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

EUROPA SMALL CAP

øget usikkerhed om fremtiden. Der er mange forhold, som vil kunne medføre såvel svagere vækst som forøget usikkerhed. Blandt disse kan nævnes politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, gældsloftsproblemer eller frygt for en strammere pengepolitik i USA, stigende obligationsrenter, skuffende vækst i Kina og en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten eller anden geopolitisk uro.

Afdelingen har fokus på kvalitetsselskaber, der har en stærk markedsposition, fleksibel forretningsmodel, en stærk balance og evne til at generere pengestrømme. Derfor vil afdelingen få modvind såfremt markedets risikopræmie falder, og selskaber af lav kvalitet efterspørges.

Afdelingen har ingen investeringer i finanssektoren, hvor vi ikke har fundet interessant investeringer. En stærk udvikling i denne sektor vil derfor ramme afdelingen negativt.

Den største overvægt findes i industrisektoren, hvor selskabernes overordnede vækst delvist afhænger af udviklingen i den globale økonomi. En dårlig udvikling i industrisektoren vil derfor ramme afdelingens afkast negativt. Dog er eksponeringerne i sektoren vidt forgrenede både geografisk og med hensyn til typer af slutmarkeder

Afdelingen fokuserer på små og mellemstore virksomheder, og det vil således påvirke afdelingens relative afkast negativt, hvis de største selskaber i 2015 skulle klare sig bedre end disse.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive, men beherskede afkast på aktiemarkederne i 2015, understøttet af vækst i selskabernes indtjening. Dette er baseret på en forventning om, at den pæne økonomiske vækst i USA fortsætter i 2015, samtidig med at væksten i Europa forventes at stige. Der er dog risiko for tilbagefald i aktiekurserne, hvis væksten skuffer, eller der opstår fornyet usikkerhed om fremtiden. Blandt de mange forhold, der vil kunne udløse dette, er politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, frygt for en strammere pengepolitik i USA, en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten og skuffende vækst i Kina.

Vi forventer, at små og mellemstore aktier vil klare sig bedre end de store aktier i 2015, hvilket ofte har været tilfældet i et historisk perspektiv. Største overvægt er i industrisektoren, men dette er mere en følge af forventninger til de enkelte aktier, vi har investeret i, end det er baseret på overordnede forventninger til sektoren.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

EUROPA SMALL CAP

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	129	19
2 Udbytter	144.644	56.103
I alt renter og udbytter	144.772	56.122
3 Kursgevinster og -tab:		
Kapitalandele	÷50.385	510.904
Valutakonti	3.698	2.226
Øvrige aktiver/passiver	32	÷27
4 Handelsomkostninger	÷3.423	÷1.857
I alt kursgevinster og -tab	÷50.079	511.246
I alt indtægter	94.694	567.367
5 Administrationsomkostninger	48.805	39.608
Resultat før skat	45.889	527.759
6 Skat	5.263	5.459
Årets nettoresultat	40.626	522.300
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	13.968	÷144.022
Overført fra sidste år	÷598.643	945
I alt formuebevægelser	÷584.675	÷143.077
Til disposition	÷544.049	379.224
7 Til rådighed for udlodning	÷217.346	÷598.643
Overført til udlodning næste år	÷217.346	÷598.643
Overført til formuen	÷326.704	977.867

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	42.479	75.178
I alt likvide midler	42.479	75.178
Kapitalandele:		
Not. aktier fra DK selskaber	0	110.033
Not. aktier fra udl. selskaber	2.938.913	2.907.978
I alt kapitalandele	2.938.913	3.018.011
Andre aktiver:		
Aktuelle skatteaktiver	7.757	7.075
I alt andre aktiver	7.757	7.075
Aktiver i alt	2.989.150	3.100.265
PASSIVER		
8 Medlemmernes formue	2.986.917	3.089.203
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	2.233	11.062
I alt anden gæld	2.233	11.062
Passiver i alt	2.989.150	3.100.265

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	46,03	÷23,02	31,79	22,80	1,76
Benchmarkafkast (pct.)	30,11	÷17,67	27,47	33,40	6,27
Indre værdi (DKK pr. andel)	194,60	149,81	195,78	239,22	243,42
Nettoresultat (t.DKK)	446.316	÷376.499	484.566	522.300	40.626
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	1,50	1,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,48	1,59	1,59	1,59	1,60
ÅOP	1,87	1,94	1,96	1,94	1,99
Omsætningshastighed (antal gange)	0,31	0,19	0,23	0,20	0,32
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.610.518	1.534.723	2.007.028	3.089.203	2.986.917
Antal andele	8.276.145	10.244.725	10.251.354	12.913.848	12.270.732
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

EUROPA SMALL CAP

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE
(FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	129	19
I alt renteindtægter	129	19

NOTE 2: UDBYTTET I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	940	1.280
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	143.704	54.823
I alt udbytter	144.644	56.103

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	1.686	20.196
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	÷52.071	490.707
Valutakonti	3.698	2.226
Øvrige aktiver/passiver	32	÷27
Handelsomkostninger	÷3.423	÷1.857
I alt kursgevinster og -tab	÷50.079	511.246

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷3.981	÷2.979
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	557	1.122
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷3.423	÷1.857

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	18
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	15
Andre honorarer til revisorer	66	0	70	10
Markedsføringsomkostninger	0	0	8.938	587
Gebyrer til depotselskab	0	0	1.224	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	7.267	45
Øvrige omkostninger	319	107	187	193
Managementhonorar	44.405	0	20.637	0
Fast administrationshonorar	3.907	0	418	0
I alt opdelte adm.omk.	48.697	107	38.741	867
I alt adm.omkostninger		48.805		39.608

Foreningens aftale med investeringsforvaltningselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne m.v., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 6: SKAT I 1.000 DKK	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	5.263	5.459
I alt skat	5.263	5.459

NOTE 7: TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	144.772	56.122
Ikke refunderbar udbytteskat	÷5.263	÷5.459
Regulering vedr. udbytteskat m.v.	÷647	÷2.364
Kursgevinst til udlodning	230.645	90.863
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	48.805	39.608
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	13.968	÷144.022
Fremførbare tab fra sidste år	0	÷598.784
Udlodning overført fra sidste år	÷598.643	945
I alt til rådighed for udlodning, brutto	÷263.972	÷642.306
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	÷46.626	÷43.663
I alt til rådighed for udlodning, netto	÷217.346	÷598.643

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	12.913.848	3.089.203	10.251.354	2.007.028
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		0		÷10.251
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		0		÷605
Emissioner i året	396.663	96.909	2.686.340	574.530
Indløsninger i året	÷1.039.779	÷240.375	÷23.846	÷4.976
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		554		1.177
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		÷13.968		144.022
Overført til udlodning fra sidste år		598.643		÷945
Overført til udlodning næste år		÷217.346		÷598.643
Overførsel af periodens resultat		÷326.704		977.867
I alt medlemmernes formue	12.270.732	2.986.917	12.913.848	3.089.203

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,4	97,7
I alt finansielle instrumenter	98,4	97,7
Øvrige aktiver og passiver	1,6	2,3
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningselskabet Danske Invest Management A/S, Parallevej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

EUROPA VALUTASIKRET – AKKUMULERENDE

Investerer bredt i europæiske aktier. Afdelingen er aktivt styret. Hovedparten af afdelingens investeringer vil være i eller afdækket mod DKK eller euro.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer fortrinsvis i aktier, der handles på markedspladser i Europa, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Europa, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Europa. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i eller som handles på markedspladser i lande, der grænser op til Europa. Afdelingen har således primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på europæiske aktier. Afdelingen har således primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på europæiske aktier. Afdelingen afdækker valutarisici, og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold og modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 3,29 pct., mens benchmark steg 4,27 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter og har ind-

friet vores forventninger om positivt afkast, men konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving i løbet af året.

Ændringen i afdelingens benchmark var 2,37 procentpoint lavere end ændringen i det benchmark, der ikke er valuta-sikret. Valutasikringen havde dermed en negativ effekt på afkastet.

Markedet

De europæiske aktiemarkeder gav et afkast på 4,27 pct. i 2014 efter sikring af valutaen, men med betydelige udsving gennem året. Indtjeningsvæksten var moderat, men markedet blev understøttet af fortsat ekspansiv pengepolitik og heraf følgende meget lave renter samt en positiv økonomisk udvikling i USA. I modsætning hertil skuffede væksten i Europa. De lave renter har endnu ikke haft den ønskede effekt på investeringslysten, og konflikten med Rusland har skabt usikkerhed og haft negative effekter for mange europæiske selskaber. Et markant fald i olieprisen gennem årets anden halvdel satte ligeledes sit præg på markedsudviklingen i energirelaterede aktier.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,98 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Forholdet mellem positive og negative bidragydere til det relative afkast var stort set ligeligt fordelt, men faldt dog ud til den negative side. Tre af de aktier, som trak mest ned i porteføljens samlede afkast, var sportsudstudsproducenten Adidas samt teknologiselskaberne Gemalto og SAP. Udviklingen i disse selskaber var karakteriseret ved, at de hver især mødte modvind eller manglende fremdrift i deres markeder.

Omvendt var det irske medicinalsselskab Shire porteføljens mest positive bidragyder, efter selskabet blev forsøgt overtaget af det amerikanske medicinalsselskab AbbVie.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Hvis den økonomiske vækst i USA, Europa og Japan bliver svagere end forventet, vil det kunne medføre, at den forven-

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: December 2004
Risikoindeksator [1-7]: 6
Benchmark: MSCI Europe inkl. nettoudbytter hedget til DKK
Fondskode: DK0016290265
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

BRANCHEFORDELING

Finans	29,6%
Sundhedspleje	12,8%
Konsumentvarer	10,7%
Forbrugsgoder	10,6%
Materialer	10,3%
Øvrige inkl. likvide	26,0%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,53
Standardafvigelse	12,28
Tracking error	2,96
Information Ratio	0,11
Sharpe Ratio (benchm.)	0,50
Standardafvigelse (benchm.)	12,35
Active share	75,76

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

EUROPA VALUTASIKRET – AKKUMULERENDE

tede vækst i selskabernes indtjening udebliver, og dette er en væsentlig risikofaktor for aktiemarkederne i 2015. En anden væsentlig risikofaktor for aktiemarkederne er en forøget usikkerhed om fremtiden. Der er mange forhold, som vil kunne medføre såvel svagere vækst som forøget usikkerhed. Blandt disse kan nævnes politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, gældsloftsproblemer eller frygt for en strammere pengepolitik i USA, stigende obligationsrenter, skuffende vækst i Kina og en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten eller anden geopolitisk uro.

Ved udgangen af 2014 er afdelingens største overvægt aktier med en global, robust forretningsmodel samt selskaber på tværs af sektorer, som via interne forbedringer og omstruktureringer kan forbedre deres indtjeningsevne. Vi er undervægtet i selskaber, som på tværs af sektorer er særligt sårbare i relation til de anstrengte offentlige balancer i Europa. Forudsat vi ikke ændrer investeringsstrategien, vil en markant forskel i afkastudviklingen mellem europæisk eksponerede selskaber og globalt eksponerede selskaber kunne have særlig stor betydning for investorernes fremtidige afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive, men beherskede afkast på aktiemarkederne i 2015, understøttet af vækst i selskabernes indtjening. Dette er baseret på en forventning om, at den pæne økonomiske vækst i USA fortsætter i 2015, samtidig med at væksten i Europa forventes at stige. Der er dog risiko for tilbagefald i aktiekurserne, hvis væksten skuffer, eller der

opstår fornyet usikkerhed om fremtiden. Blandt de mange forhold, der vil kunne udløse dette, er politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, frygt for en strammere pengepolitik i USA, en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten og skuffende vækst i Kina.

Afdelingens største overvægt ved udgangen af 2014 er aktier i sektorerne forsikring og informationsteknologi, hvor stærke balancer og en global, robust forretningsmodel giver grobund for fortsat indtjeningsvækst, samt selskaber på tværs af de øvrige sektorer, som via interne forbedringer og omstruktureringer kan forbedre indtjeningsevnen. Vi er undervægtet i selskaber, som på tværs af sektorer er særligt sårbare i relation til de anstrengte offentlige balancer i Europa. Det gælder f.eks. aktier generelt i de sydeuropæiske lande, herunder banker, men også aktier i øvrige lande inden for forsyning og telekommunikation, hvor vi vurderer, at forholdet mellem risiko og afkast ikke er gunstigt.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

EUROPA VALUTASIKRET - AKKUMULERENDE

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	8	÷27
2 Renteudgifter	0	1
3 Udbytter	17.250	11.194
I alt renter og udbytter	17.258	11.166
Kursgevinster og -tab:		
Kapitalandele	17.231	57.358
Afledte finansielle instr.	÷11.135	4.529
Valutakonti	÷26	708
Øvrige aktiver/passiver	20	÷19
5 Handelsomkostninger	÷268	÷146
I alt kursgevinster og -tab	5.822	62.429
I alt indtægter	23.081	73.596
6 Administrationsomkostninger	6.846	6.511
Resultat før skat	16.235	67.084
7 Skat	142	÷2.410
Årets nettoresultat	16.092	69.494
Overført til formuen	16.092	69.494

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i deptselskab	9.065	9.944
I alt likvide midler	9.065	9.944
Kapitalandele:		
Not. aktier fra DK selskaber	34.170	29.016
Not. aktier fra udl. selskaber	454.439	490.844
I alt kapitalandele	488.609	519.860
Afl. finansielle instr.:		
Unot. afl. finansielle instr.	40	204
I alt afledte finansielle instr.	40	204
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	134	160
Aktuelle skatteaktiver	2.316	2.878
I alt andre aktiver	2.450	3.038
Aktiver i alt	500.165	533.046
PASSIVER		
8 Medlemmernes formue	496.657	529.524
Afledte finansielle instrumenter:		
Unot. afl. finansielle instr.	3.167	1.839
I alt afledte finansielle instr.	3.167	1.839
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	341	1.683
I alt anden gæld	341	1.683
Passiver i alt	500.165	533.046

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	8,03	÷9,67	21,12	16,70	3,29
Benchmarkafkast (pct.)	6,49	÷9,28	15,10	20,83	4,27
Indre værdi (DKK pr. andel)	134,48	121,48	147,14	171,70	177,36
Nettoresultat (t.DKK)	34.366	÷59.913	87.509	69.494	16.092
Administrationsomkostninger (pct.)	1,41	1,40	1,41	1,47	1,41
ÅOP	1,79	1,77	1,77	1,77	1,72
Omsætningshastighed (antal gange)	0,28	0,25	0,21	0,09	0,19
Medlemmernes formue (t.DKK)	462.478	434.758	491.611	529.524	496.657
Antal andele	3.438.963	3.578.820	3.341.227	3.083.931	2.800.273
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

EUROPA VALUTASIKRET – AKKUMULERENDE

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE
(FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	8	÷27
I alt renteindtægter	8	÷27

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2014	2013
Andre renteudgifter	0	1
I alt renteudgifter	0	1

NOTE 3: UDBYTTET I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	412	218
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	16.838	10.977
I alt udbytter	17.250	11.194

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	7.801	4.619
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	9.430	52.739
Terminforretninger/futures m.m.	÷11.135	4.529
Valutakonti	÷26	708
Øvrige aktiver/passiver	20	÷19
Handelsomkostninger	÷268	÷146
I alt kursgevinster og -tab	5.822	62.429

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷488	÷793
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	221	647
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷268	÷146

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	3
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	3
Andre honorarer til revisorer	38	0	347	2
Markedsføringsomkostninger	0	0	1.522	104
Gebyrer til depotselskab	0	0	238	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	1.018	8
Øvrige omkostninger	62	17	52	37
Managementhonorar	6.106	0	3.101	0
Fast administrationshonorar	623	0	78	0
I alt opdelte adm.omk.	6.829	17	6.356	156
I alt adm.omkostninger		6.846		6.511

Foreningens aftale med investeringsforvaltningselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 elene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsenteringen af omkostningerne i noter til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne m.v., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udsklit af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	142	÷2.410
I alt skat	142	÷2.410

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	3.083.931	529.524	3.341.227	491.611
Emissioner i året	287.931	50.307	1.103.292	177.798
Indløsninger i året	÷571.589	÷99.455	÷1.360.588	÷210.037
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		188		659
Overførsel af periodens resultat		16.092		69.494
I alt medlemmernes formue	2.800.273	496.657	3.083.931	529.524

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,4	98,2
Øvrige finansielle instrumenter	÷0,6	÷0,3
I alt finansielle instrumenter	97,8	97,9
Øvrige aktiver og passiver	2,2	2,1
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
Danske Bank	10.817	9.008

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

EUROPÆISKE OBLIGATIONER

Investerer i obligationer udstedt i euro eller anden europæisk valuta. Der kan endvidere investeres op til 25 pct. af formuen i investment grade-obligationer denomineret i ikke-europæiske valutaer. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer bredt i forskellige typer europæiske obligationer. Endvidere kan op til 25 pct. af formuen investeres i obligationer med høj kreditkvalitet udstedt i ikke-europæiske valutaer. Afdelingen har således primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den europæiske rente. Mindst 85 pct. af afdelingens formue skal være enten udstedt i euro eller valutaafdækket til euro eller DKK, og udsving i valutakurserne påvirker derfor kun i begrænset omfang afdelingens afkast. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 3 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 10,02 pct., mens benchmark steg 10,91 pct. Afdelingens afkast var tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. Afdelingen mere end indfrie vores forventninger om et lavt, men positivt afkast, grundet fald i de underliggende renter og indsnævret

kreditspænd. I overensstemmelse med vores forventninger gav virksomhedsobligationer i 2014 et højere afkast end højt ratede statsobligationer. Statsobligationer fra periferilandene gav derimod et højere afkast end virksomhedsobligationer.

Markedet

Mod vores forventning faldt renterne i 2014. Væksten skuffede i Europa, og ECB lempede pengepolitikken og tog endnu engang utraditionelle værktøjer i brug for at stabilisere markederne. Det seneste tiltag var, at ECB opkøbte Asset Backed Securities og Covered bonds. Flere markedsdeltagere forventer, at de også vil opkøbe virksomhedsobligationer i 2015. Den lempelige pengepolitik gav anledning til faldende renter og den 10-årige tyske statsrente faldt med ca. 1,4 procentpoint, mens den spanske 10-årige rente faldt med over 2 procentpoint. Rentefaldet var større i de sydeuropæiske lande, hvor dels en højere rente og dels forventning om, at ECB ville begynde at opkøbe statsobligationer, øgede investorinteressen. Rentespændet blev derfor indsnævret overfor bl.a. Tyskland. I samme periode blev kreditspændene (renteforskellen til tilsvarende sikre statsobligationer) på virksomhedsobligationer indsnævret med ca. 0,3 procentpoint i forhold til tyske statsobligationer.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,89 procentpoint lavere end stigningen i benchmark. Afdelingen havde en lavere rentefølsomhed end benchmark, som grundet rentefaldet trak det relative afkast ned. Papirvalget bidrog derimod positivt til det relative afkast. Det største bidrag kom fra investeringerne inden for statsobligationer, hvor investeringerne i spanske og italienske obligationer trak det relative afkast op. Papirvalget inden for realkreditlignende obligationer og virksomhedsobligationer bidrog med små positive bidrag. Det relative afkast var også positivt påvirket af, at afdelingen havde en højere kursfølsomhed end benchmark over for en generel indsnævring i kreditspænd. Sektorallokeringen gav derimod et negativt bidrag til det relative afkast som følge af en overvægt af virksomhedsobligationer på bekostning af statsobligationer, der som følge af periferilandenes stærke performance set under ét klarede sig bedre end virksomhedsobligationerne.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Marts 1999
Risikoindikator [1-7]: 3
Benchmark: Barclays Capital Euro Aggregate 500 MM Index
Fondskode: DK0016014079
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	3,6%
1-3 år	14,9%
3-5 år	23,4%
5-10 år	51,1%
Over 10 år	2,5%
Øvrige inkl. likvide	4,5%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,72
Standardafvigelse	3,38
Tracking error	1,14
Information Ratio	0,58
Sharpe Ratio (benchm.)	1,46
Standardafvigelse (benchm.)	3,53

EUROPÆISKE OBLIGATIONER

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

I takt med fortsat faldende statsrenter til meget lave niveauer stiger risikoen for en større stigning i det underliggende renteniveau, som ikke bare vil ramme afkastet på statsobligationer, men også vil få en afsmittende effekt på både realkredit- og virksomhedsobligationer. På trods af at Europa fortsat kæmper med lav vækst og ikke er så langt fremme i vækscyklens som USA, er det svært at se, at de europæiske renter afkobler markant fra en større rentestigning i USA.

Da afdelingen har en relativt stor overvægt i virksomhedsobligationer på bekostning af statsobligationer, vil en større stigning i investorernes risikoaversion alt andet lige ramme afdelingen ekstra hårdt. Fornyede politiske spændinger i Europa kan medføre en stigning i investorernes risikoaversion.

Forventning til markedet og strategi

Markedet forventes at være præget af svag økonomisk vækst i Europa, og samtidig understøttet af ECB's pengepolitiske tiltag (lempelig pengepolitik, TLTRO likviditetprogram, og opkøbsprogram af finansielle aktiver) og af et lavt forventet afkast på rentebærende aktiver.

Vi vurderer, at en faldende oliepris vil presse inflationen yderligere ned i begyndelsen af 2015. Dette vil presse ECB til at begynde at opkøbe statsobligationer. Begge dele kan få renterne til at falde lidt i første del af året, men vi forventer, at renterne stiger senere på året og vil slutte året på et lidt højere niveau.

Den svage vækst ventes fortsat at lægge en dæmper på virksomhedernes investeringsstrategi og udbyttepolitik og vi forventer, at virksomhederne fortsat vil føre en relativt forsigtig strategi og værne om deres kreditvurdering.

Efterspørgselsforholdene for virksomhedsobligationer forventes fortsat at være positive. ECB's mulige opkøb af højt ratede virksomhedsobligationer og investorernes efterspørgsel efter merrenter forventes at få en positiv effekt på markedet. Vi forventer derfor, at kreditspænd på investment grade virksomhedsobligationer vil forblive på det nuværende lave niveau.

Vi tror, at politisk uro i Europa kan blive en kilde til usikkerhed gennem 2015 og forventer derfor at se kursudsving igennem året.

På baggrund af vores forventning om en moderat stigning i de lange renter og et uforandret niveau for kreditspænd forventer vi, at virksomhedsobligationer i 2015 vil give et højere afkast end europæiske højtforrentede statsobligationer.

Skulle væksten i Europa blive stærkere end antaget, vil der komme et større opadgående pres på renterne, som kan resultere i et negativt afkast i afdelingen.

Alt i alt vurderer vi, at der er basis for et positivt, om end relativt beskedent afkast i det europæiske obligationsmarked i 2015.

På den baggrund fastholder vi afdelingens overvægt af virksomhedsobligationer på bekostning af statsobligationer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværing af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

EUROPÆISKE OBLIGATIONER

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	6.463	6.460
I alt renter og udbytter	6.462	6.460
Kursgevinster og -tab:		
2 Obligationer	9.297	÷352
Afledte finansielle instr:	3.209	÷923
Valutakonti	286	187
3 Handelsomkostninger	÷45	÷23
I alt kursgevinster og -tab	12.746	÷1.111
I alt indtægter	19.208	5.349
4 Administrationsomkostninger	1.344	1.300
Resultat før skat	17.864	4.049
Skat	0	0
Årets nettoresultat	17.864	4.049
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	÷605	140
Overført fra sidste år	133	30
I alt formuebevægelser	÷472	171
Til disposition	17.392	4.220
5 Til rådighed for udlodning	10.923	5.779
Foreslået udlodning	10.808	5.646
Overført til udlodning næste år	115	133
Overført til formuen	6.470	÷1.559

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	8.114	9.210
I alt likvide midler	8.114	9.210
Obligationer:		
Not. obl. fra danske udstedere	9.995	8.966
Not. obl. fra udl. udstedere	161.546	166.368
I alt obligationer	171.542	175.334
Afl. finansielle instr.:		
Unot. afl. finansielle instr.	164	27
I alt afledte finansielle instr.	164	27
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	3.528	3.698
Mellemvær. vedr. handelsafv.	355	0
I alt andre aktiver	3.883	3.698
Aktiver i alt	183.702	188.269
PASSIVER		
6 Medlemmernes formue	183.537	187.656
Afledte finansielle instrumenter:		
Unot. afl. finansielle instr.	94	327
I alt afledte finansielle instr.	94	327
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	71	286
I alt anden gæld	71	286
Passiver i alt	183.702	188.269

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	5,79	3,87	11,30	2,36	10,02
Benchmarkafkast (pct.)	2,30	2,99	11,63	2,15	10,91
Indre værdi (DKK pr. andel)	102,70	105,11	112,17	109,69	117,18
Nettoresultat (t.DKK)	8.450	4.328	13.549	4.049	17.864
Udbytte (DKK pr. andel)	1,50	4,50	5,10	3,30	6,90
Administrationsomkostninger (pct.)	0,69	0,71	0,72	0,71	0,72
ÅOP	0,92	0,98	0,96	0,92	0,92
Omsætningshastighed (antal gange)	0,39	0,15	0,46	0,13	0,22
Medlemmernes formue (t.DKK)	134.954	112.168	150.706	187.656	183.537
Antal andele	1.314.106	1.067.170	1.343.525	1.710.861	1.566.349
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

EUROPÆISKE OBLIGATIONER

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE
(FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	0	÷18
Noterede obligationer fra danske udstedere	354	320
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	6.108	6.158
I alt renteindtægter	6.463	6.460

NOTE 2: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede obligationer fra danske udstedere	÷51	÷104
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	9.348	÷248
Terminforretninger/futures m.m.	÷135	75
Renteforretninger	3.343	÷998
Valutakonti	286	187
Handelsomkostninger	÷45	÷23
I alt kursgevinster og -tab	12.746	÷1.111

NOTE 3: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷72	÷48
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	27	25
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷45	÷23

NOTE 4: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	1
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	1
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	1
Markedsføringsomkostninger	0	0	357	43
Gebyrer til depotselskab	0	0	103	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	134	3
Øvrige omkostninger	20	6	14	17
Managementhonorar	1.043	0	577	0
Fast administrationshonorar	275	0	48	0
I alt opdelte adm.omk.	1.338	6	1.233	67
I alt adm.omkostninger		1.344		1.300

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne mv., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 5: TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	6.462	6.460
Kursgevinst til udlodning	6.276	448
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	1.344	1.300
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	÷605	140
Udlodning overført fra sidste år	133	30
I alt til rådighed for udlodning, netto	10.923	5.779

NOTE 6: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	1.710.861	187.656	1.343.525	150.706
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		÷5.646		÷6.852
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		33		÷1.800
Emissioner i året	205.862	23.278	492.336	54.955
Indløsninger i året	÷350.374	÷39.749	÷125.000	÷13.567
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		101		165
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		605		÷140
Overført til udlodning fra sidste år		÷133		÷30
Overført til udlodning næste år		115		133
Foreslået udlodning		10.808		5.646
Overførsel af periodens resultat		6.470		÷1.559
I alt medlemmernes formue	1.566.349	183.537	1.710.861	187.656

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	93,5	93,4
Øvrige finansielle instrumenter	0,0	÷0,2
I alt finansielle instrumenter	93,5	93,2
Øvrige aktiver og passiver	6,5	6,7
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
3,875 DANSKE BANK EMTN 28/2-2012/2017	802	806
4,50 DANSKE BANK 1/7-2009/2016	3.965	4.086
2,75 DANSKE BANK FRN 19/5-2014/2026	1.922	0
I alt	6.689	4.892

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

FJERNØSTEN

Investerer i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller som har hovedaktiviteter i Fjernøsten ekskl. Japan. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i aktier, der handles på markedspladser i Fjernøsten/Asien ekskl. Japan, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Fjernøsten/Asien ekskl. Japan, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Fjernøsten/Asien ekskl. Japan, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til fjernøstlige aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, nye markeder/emerging markets, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 5 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 20,52 pct., mens benchmark steg 19,12 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter og har mere end indfriet vores forventninger om positivt afkast, men konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

De asiatiske aktier steg i løbet af 2014, der var præget af politiske forandringer og begyndelsen på pengepolitisk divergens. Blandt de markeder, der klarede sig bedst, var Indien og Indonesien, som begge fik ny regering valgt ind på et løfte om reformer. Ikke mindst det indiske marked nåede nye højder i andet halvår, hvor det regerende parti Bharatiya Janata (BJP) konsoliderede sin magt ved delstatsvalget og gennemtrumfede omstruktureringer. Dermed tog partiet revanche for den umiddelbare skuffelse over sit første budget og den høje inflation i landet. Markedet i Thailand steg igen, efter at militæret fik genetableret orden i landet oven på det langvarige dødvande, som havde sat et stop for investeringerne. Til trods for umiddelbare bekymringer omkring landets skyggebankssektor og en mulig ejendomsboble steg det kinesiske aktiemarked, efter regeringen fortsatte med at implementere målrettede lempelser for at løfte væksten. De økonomiske nøgletal forblev imidlertid i den lave ende, og det fik i november centralbanken til at sænke renten. Sydkorea var tynget af dårlige økonomiske nøgletal, mens den globalt faldende oliepris gik hårdt ud over Malaysia. Markedsstemningen var i løbet af året også mærket af den amerikanske centralbanks beslutning om at neddrøse sine obligationsopkøb. Samtidig havde den japanske centralbank planer om at udvide pengemængden, og der var forhåbning om yderligere pengepolitiske lempelser i Europa.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 1,40 procentpoint højere end ændringen i benchmark.

Afdelingen nød godt af sin undervægt i Sydkorea, som var det marked, der klarede sig dårligst i 2014. På aktieniveau klarede Samsung Electronics, som vi har en position i, sig bedre end det bredere marked. Vi forventer lidt sværere driftsbetingelser for Samsungs mobilvirksomhed, men selskabet har øget tempoet i sine øvrige kerneaktiviteter. Selskabet har en solid balance, og vil derfor fortsat være i stand til at afse ressourcer til både anlægsinvesteringer og forskning og udvikling. Vi ser også tegn på en forbedring i selskabets aktionærpleje, idet Samsung har offentliggjort et aktietilbagekøbsprogram samt en stigning i udbytte.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Juli 1997
Risikoindeks (1-7): 5
Benchmark: MSCI AC Asia Ex Japan inkl. nettoudbytte
Fondskode: DK0015966758
Porteføljerådgiver: Aberdeen Asset Managers Limited

LANDEFORDELING

Hongkong	24,9%
Singapore	21,6%
Indien	14,4%
Storbritannien	7,1%
Sydkorea	6,6%
Øvrige inkl. likvide	25,4%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,86
Standardafvigelse	11,80
Tracking error	4,97
Information Ratio	0,40
Sharpe Ratio (benchm.)	0,64
Standardafvigelse (benchm.)	12,81
Active share	82,33

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

FJERNØSTEN

Overvægten af Indien bidrog positivt til afdelingens resultat, da aktiemarkedet steg i håbet om, at BJP ville vinde valget og derefter gennemføre reformer. Der var fremgang i cementsektoren i forventningen om, at der ville blive givet grønt lys til infrastrukturprojekter, som ellers var sat på hold. Vi har positioner i branchen gennem UltraTech og dets hovedaktionær Grasim. Vores positioner i bankerne ICICI og HDFC bidrog også positivt til resultatet.

Standard Chartereds aktiekurs var fortsat i modvind og var en af de positioner, der trak mest ned i afdelingens relative afkast. Selskabet offentliggjorde sin tredje nedjustering på et år primært som følge af uventede råvarerelaterede hensættelser samt spekulation om, at myndighederne i USA ville genoptage sine undersøgelser om påståede overtrædelser af sanktioner. Standard Chartereds fordel er dog det målrettede fokus på de nye markeder, hvor selskabet har en lang række banklicenser og langsigtede kundeforhold, hvilket ikke er noget, der er let at kopiere. Det er et interessant selskab, men vi ville dog ikke blive overraskede, hvis der bliver skiftet ud i ledelsen.

Vores position i Keppel Corp, som bygger olieplatforme, trak også ned i afdelingens resultat, da aktien faldt i takt med den kraftigt faldende pris på råolie. Investorernes tillid vil fortsat være svækket på den korte bane, men vi finder trøst i ledelsens erfaring med at føre selskabet igennem forskellige konjunkturforløb.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Asien står over for en række risici i 2015, ikke mindst opbremsningen i kinesisk økonomi. Rentensænkningen i november understreger problemets alvor. Der er fortsat risiko for en kredittkrise, men vi vurderer, at landets økonomi er stærk nok til at mindske risici på finansmarkederne. Vi fastholder vores undervægt i Kina. Vi foretrækker positioner via veletablerede selskaber med hovedkontor i Hongkong, og som har aktiviteter på fastlandet. I Hongkong er gaderne nu ryddet for demonstranter, men der hersker fortsat en nervøs stemning. Vi tror dog, at en eventuel opblussen af uroligheder vil blive holdt nede, og at myndighederne vil fortsætte med at udvise tilbageholdenhed. Vi investerer gerne i selskaber i Hongkong, som byder på alsidige og regionale virksomheder med høje regnskabsstandarder og bedre genomsigtighed.

Hastigheden af reformerne, som Indien og Indonesien gennemfører, er ganske opmuntrende, men hvis landene ikke lever op til det forventede, risikerer man at skuffe investorerne. Veldrevne indiske selskaber er blandt de bedste i Asien, og de trives fint til trods for det omfattende bureaukrati. Vi fastholder vores overvægt af markedet og vurderer, at vores positioner har et stort langsigtet potentiale i lyset

af den voksende middelklasse og det stigende privatforbrug. Efter statskuppet er der nu igen stabilitet i Thailand. Der er dog fortsat stor støtte til den tidligere premierminister Thaksin, og hvis militæret ikke får orden i tingene, kan der igen opstå politisk uro. Vi har relativt små positioner i både Indonesien og Thailand.

For mange af virksomhederne i Asien vil væksten dog nok primært skulle komme fra et opsving i den bredere globale økonomi, da de i stigende grad har aktiviteter i udlandet. Det gælder især for selskaber i Japan, Taiwan og Korea, som er eksportorienterede økonomier, der nyder godt af global vækst. Vi fastholder vores undervægt af Taiwan og Korea. Når det er sagt, så bør asiatiske forbrugere og virksomheder på hjemmefronten få gavn af den lavere oliepris, hvorimod de energirelaterede aktører nok står over for hårde tider på kort sigt.

Forventninger til markedet samt strategi

På kort sigt kan udsigterne til en renteforhøjelse i USA og en stærkere dollar udløse kapitaludstrømning fra Asien. Vi mener dog, at normaliseringen af pengepolitikken i USA er en god nyhed, da det vil vænne markederne af med brugen af spekulativ kapital, som er usundt på længere sigt. Asien er desuden bedre rustet i dag til at håndtere kortsigtede kapitaludstrømninger, end det var tilfældet i slutningen af 2013, hvor regionen oplevede den første usikkerhed forbundet med Den amerikanske centralbanks, Fed's, neddrøsing af sine obligationsopkøb. Desuden står vi formentlig over for et år med større pengepolitisk divergens. I modsætning til i USA vil nogle af de asiatiske lande vælge at sænke renten for at stimulere efterspørgslen, efterhånden som inflationspresset letter som følge af den lavere oliepris. Selvom vi nok får store udsving på den makroøkonomiske front i 2015, har vi fortsat stor tiltro til kvaliteten af vores porteføljeselskaber, som er kendetegnet ved deres brede regionale eksponering, erfarne ledelsesgrupper og sunde balancer. I lyset af det udfordrende driftsmiljø skal man nok forvente høje encifrede vækstrater for indtjeningen i 2015. Til trods for større gæld i husholdningerne har Asien fortsat gode udsigter på den lange bane. Dette understøttes af stigende velstand, en ung befolkning, og solid efterspørgsel efter boliger, varige forbrugsgoder, transport og bankydelse.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

FJERNØSTEN

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	0	÷18
2 Renteudgifter	4	1
3 Udbytter	22.383	37.157
I alt renter og udbytter	22.379	37.139
Kursgevinster og -tab:		
Obligationer	0	51
Kapitalandele	115.987	÷91.753
Valutakonti	3.295	1.099
Øvrige aktiver/passiver	7	÷16
5 Handelsomkostninger	÷281	÷154
I alt kursgevinster og -tab	119.009	÷90.773
I alt indtægter	141.387	÷53.634
6 Administrationsomkostninger	12.277	21.038
Resultat før skat	129.111	÷74.672
7 Skat	939	1.495
Årets nettoresultat	128.172	÷76.168
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	÷36.052	÷5.742
Overført fra sidste år	0	14
I alt formuebevægelser	÷36.052	÷5.728
Til disposition	92.119	÷81.896
8 Til rådighed for udlodning	138.715	145.161
Foreslået udlodning	138.342	145.161
Overført til udlodning næste år	373	0
Overført til formuen	÷46.596	÷227.056

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	7.598	11.100
I alt likvide midler	7.598	11.100
Kapitalandele:		
Not. aktier fra udl. selskaber	689.231	1.110.605
I alt kapitalandele	689.231	1.110.605
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	403	743
I alt andre aktiver	403	743
Aktiver i alt	697.232	1.122.449
PASSIVER		
9 Medlemmernes formue	696.724	1.114.770
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	508	4.423
Mellemvær: vedr. handelsaf v.	0	3.256
I alt anden gæld	508	7.679
Passiver i alt	697.232	1.122.449

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	37,43	÷10,28	22,78	÷6,17	20,52
Benchmarkafkast (pct.)	28,12	÷14,77	20,94	÷1,39	19,12
Indre værdi (DKK pr. andel)	174,94	153,55	179,01	131,32	138,50
Nettoresultat (t.DKK)	524.994	÷242.667	454.636	÷76.168	128.172
Udbytte (DKK pr. andel)	3,50	8,75	39,25	17,10	27,50
Administrationsomkostninger (pct.)	1,36	1,59	1,59	1,59	1,60
ÅOP	1,71	1,97	1,94	1,91	1,94
Omsætningshastighed (antal gange)	0,01	0,03	0,00	0,00	0,02
Medlemmernes formue (t.DKK)	2.329.750	2.134.362	1.491.906	1.114.770	696.724
Antal andele	13.317.660	13.900.151	8.334.385	8.488.927	5.030.621
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

FJERNØSTEN

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE (FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	0	÷18
I alt renteindtægter	0	÷18

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2014	2013
Andre renteudgifter	4	1
I alt renteudgifter	4	1

NOTE 3: UDBYTTER I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	22.383	37.157
I alt udbytter	22.383	37.157

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	0	51
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	115.987	÷91.753
Valutakonti	3.295	1.099
Øvrige aktiver/passiver	7	÷16
Handelsomkostninger	÷281	÷154
I alt kursgevinster og -tab	119.009	÷90.773

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷1.200	÷917
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	919	763
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷281	÷154

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	9
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	8
Andre honorarer til revisorer	0	0	19	5
Markedsføringsomkostninger	0	0	5.747	314
Gebyrer til depotselskab	0	0	705	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	4.713	24
Øvrige omkostninger	106	36	113	105
Managementhonorar	11.183	0	9.004	0
Fast administrationshonorar	951	0	274	0
I alt opdelte adm.omk.	12.241	36	20.573	466
I alt adm.omkostninger	12.277		21.038	

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den af tale og den sammensætning af honorarerne m.v., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	939	1.495
I alt skat	939	1.495

NOTE 8: TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	22.379	37.139
Ikke refunderbar udbytteskat	÷939	÷1.495
Kursgevinst til udlodning	165.605	135.431
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	12.277	21.038
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	÷36.052	÷5.742
Udlodning overført fra sidste år	0	14
I alt til rådighed for udlodning, brutto	138.715	144.308
Frivillig udlodning	0	853
I alt til rådighed for udlodning, netto	138.715	145.161

NOTE 9: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	8.488.927	1.114.770	8.334.385	1.491.906
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		÷145.161		÷327.125
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		42.409		÷3.926
Emissioner i året	95.761	12.365	1.003.910	150.524
Indløsninger i året	÷3.554.067	÷456.954	÷849.368	÷120.622
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		1.124		180
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		36.052		5.742
Overført til udlodning fra sidste år		0		÷14
Overført til udlodning næste år		373		0
Foreslået udlodning		138.342		145.161
Overførsel af periodens resultat		÷46.596		÷227.056
I alt medlemmernes formue	5.030.621	696.724	8.488.927	1.114.770

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
--------------------------------	------	------

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	98,9	99,6
I alt finansielle instrumenter	98,9	99,6
Øvrige aktiver og passiver	1,1	0,4
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

FJERNØSTEN INDEKS

Investerer indeksbaseret i aktier på aktiemærkerne i Asien uden for Japan. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i aktier, der handles på markedspladser i Fjernøsten/Asien ekskl. Japan, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Fjernøsten/Asien ekskl. Japan, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Fjernøsten/Asien ekskl. Japan, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til fjernøstlige aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, nye markeder/emerging markets, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekset er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 18,48 pct., mens benchmark steg 19,12 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og har mere end indfriet vores forventninger om positivt afkast, men konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

De asiatiske aktier steg i løbet af 2014, der var præget af politiske forandringer og begyndelsen på pengepolitisk divergens. Blandt de markeder, der klarede sig bedst, var Indien og Indonesien, som begge fik ny regering valgt ind på et løfte om reformer. Ikke mindst det indiske marked nåede nye højder i andet halvår, hvor det regerende parti Bharatiya Janata (BJP) konsoliderede sin magt ved delstatsvalget og gennemtrumfede omstruktureringer. Dermed tog partiet revanche for den umiddelbare skuffelse over sit første budget og den høje inflation i landet. Markedet i Thailand steg igen, efter at militæret fik genetableret orden i landet oven på det langvarige dødvande, som havde sat et stop for investeringerne. Til trods for umiddelbare bekymringer omkring landets skyggebankssektor og en mulig ejendomsboble steg det kinesiske aktiemarked, efter regeringen fortsatte med at implementere målrettede lempelser for at løfte væksten. De økonomiske nøgletal forblev imidlertid i den lave ende, og det fik i november centralbanken til at sænke renten. Korea var tynget af dårlige økonomiske nøgletal, mens den globalt faldende oliepris gik hårdt ud over Malaysia. Markedsstemningen var i løbet af året også mærket af den amerikanske centralbanks beslutning om at neddrøse sine obligationsopkøb. Samtidig havde den japanske centralbank planer om at udvide pengemængden, og der var forhåbning om yderligere pengepolitiske lempelser i Europa.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,64 procentpoint lavere end ændringen i benchmark, og der var således en tilfredsstillende overensstemmelse mellem afdelingens afkast og udvikling i benchmark.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Asien står over for en række risici i 2015, ikke mindst opbremsningen i kinesisk økonomi. Rentensænkningen i november understreger problemets alvor. Der er fortsat risiko for en kreditkrise, men vi vurderer, at landets økonomi er stærk nok til at mindske risici på finansmarkederne. Vi fastholder vores undervægt i Kina. Vi foretrækker positioner via veletablerede selskaber med hovedkontor i Hongkong,

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Oktober 1994
Risikoindeks [1-7]: 6
Benchmark: MSCI AC Asia ex Japan inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0010207141
Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

LANDEFORDELING

Hongkong	19,5%
Kina	19,4%
Sydkorea	17,5%
Taiwan	15,8%
Indien	8,8%
Øvrige inkl. likvide	19,0%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,61
Standardafvigelse	12,77
Tracking error	0,65
Information Ratio	-0,69
Sharpe Ratio (benchm.)	0,64
Standardafvigelse (benchm.)	12,81
Active share	16,84

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

FJERNØSTEN INDEKS

og som har aktiviteter på fastlandet. I Hongkong er gaderne nu ryddet for demonstranter, men der hersker fortsat en nervøs stemning. Vi tror dog, at en eventuel opblussen af uroligheder vil blive holdt nede, og at myndighederne vil fortsætte med at udvise tilbageholdenhed. Vi investerer gerne i selskaber i Hongkong, som byder på alsidige og regionale virksomheder med høje regnskabsstandarder og bedre genomsigtighed.

Hastigheden af reformerne, som Indien og Indonesien gennemfører, er ganske opmuntrende, men hvis landene ikke lever op til det forventede, risikerer man at skuffe investorerne. Veldrevne indiske selskaber er blandt de bedste i Asien, og de trives fint til trods for det omfattende bureaukrati. Vi fastholder vores overvægt af markedet og vurderer, at vores positioner har et stort langsigtet potentiale i lyset af den voksende middelklasse og det stigende privatforbrug. Efter statskuppet er der nu igen stabilitet i Thailand. Der er dog fortsat stor støtte til den tidligere premierminister Thaksin, og hvis militæret ikke får orden i tingene, kan der igen opstå politisk uro. Vi har relativt små positioner i både Indonesien og Thailand.

For mange af virksomhederne i Asien vil væksten dog nok primært skulle komme fra et opsving i den bredere globale økonomi, da de i stigende grad har aktiviteter i udlandet. Det gælder især for selskaber i Japan, Taiwan og Sydkorea, som er eksportorienterede økonomier, der nyder godt af global vækst. Vi fastholder vores undervægt af Taiwan og Sydkorea. Når det er sagt, så bør asiatiske forbrugere og virksomheder på hjemmefronten få gavn af den lavere oliepris, hvorimod de energirelaterede aktører nok står over for hårde tider på kort sigt.

Forventninger til markedet samt strategi

På kort sigt kan udsigterne til en renteforhøjelse i USA og en stærkere dollar udløse kapitaludstrømning fra Asien. Vi mener dog, at normaliseringen af pengepolitikken i USA er en god nyhed, da det vil vænne markederne af med brugen af spekulativ kapital, som er usundt på længere sigt. Asien er desuden bedre rustet i dag til at håndtere kortsigtede kapitaludstrømninger, end det var tilfældet i slutningen af 2013, hvor regionen oplevede den første usikkerhed forbundet med Den amerikanske centralbanks, Fed's, neddrøsling af sine obligationsopkøb. Desuden står vi formentlig over for et år med større pengepolitisk divergens. I modsætning til i USA vil nogle af de asiatiske lande vælge at sænke renten for at stimulere efterspørgslen, efterhånden som inflationspresset letter som følge af den lavere oliepris. Selvom vi nok får store udsving på den makroøkonomiske front i 2015, har vi fortsat stor tiltro til kvaliteten af vores porteføljeselskaber, som er kendetegnet ved deres brede regionale eksponering, erfarne ledelsesgrupper og sunde balancer. I lyset af det udfordrende driftsmiljø skal man nok forvente høje encifrede vækstrater for indtjeningen i 2015. Til trods for større gæld i husholdningerne har Asien fortsat gode udsigter på den lange bane. Dette understøttes af stigende velstand, en ung befolkning, og solid efterspørgsel efter boliger, varige forbrugsgoder, transport og bankydelse.

Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger det valgte benchmark. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast, der er lidt lavere end udviklingen i det valgte benchmark, idet omkostningerne trækkes fra i afkastet.

FJERNØSTEN INDEKS

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	÷3	0
2 Renteudgifter	1	0
3 Udbytter	3.257	3.664
I alt renter og udbytter	3.254	3.665
Kursgevinster og -tab:		
Obligationer	÷42	÷9
Kapitalandele	16.980	÷5.601
Valutakonti	364	144
Øvrige aktiver/passiver	1	0
5 Handelsomkostninger	÷38	÷1
I alt kursgevinster og -tab	17.265	÷5.466
I alt indtægter	20.518	÷1.801
6 Administrationsomkostninger	717	835
Resultat før skat	19.802	÷2.636
7 Skat	277	344
Årets nettoresultat	19.525	÷2.981
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	÷205	÷578
Overført fra sidste år	0	106
I alt formuebevægelser	÷205	÷472
Til disposition	19.320	÷3.452
8 Til rådighed for udlodning	4.339	6.407
Foreslået udlodning	4.297	6.407
Overført til udlodning næste år	42	0
Overført til formuen	14.981	÷9.859

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	721	684
I alt likvide midler	721	684
Obligationer:		
Not. obl. fra udl. udstedere	0	52
I alt obligationer	0	52
Kapitalandele:		
Not. aktier fra udl. selskaber	124.238	123.224
I alt kapitalandele	124.238	123.224
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter; udbytter m.m.	41	51
Mellemvær: vedr. handelsaf v.	0	2
I alt andre aktiver	41	53
Aktiver i alt	125.000	124.012
PASSIVER		
9 Medlemmernes formue	124.960	123.719
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	40	163
Mellemvær: vedr. handelsaf v.	0	129
I alt anden gæld	40	293
Passiver i alt	125.000	124.012

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	27,89	÷14,82	19,97	÷2,03	18,48
Benchmarkafkast (pct.)	28,12	÷14,77	20,94	÷1,39	19,12
Indre værdi (DKK pr. andel)	165,89	118,08	120,12	113,94	127,97
Nettoresultat (t.DKK)	55.628	÷36.477	26.973	÷2.981	19.525
Udbytte (DKK pr. andel)	25,75	20,00	3,75	5,90	4,40
Administrationsomkostninger (pct.)	1,09	0,61	0,61	0,61	0,61
ÅOP	1,52	0,96	0,99	0,92	0,95
Omsætningshastighed (antal gange)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01
Medlemmernes formue (t.DKK)	199.898	139.765	151.190	123.719	124.960
Antal andele	1.204.998	1.183.681	1.258.676	1.085.858	976.515
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

FJERNØSTEN INDEKS

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE (FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	÷3	0
I alt renteindtægter	÷3	0

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2014	2013
Andre renteudgifter	1	0
I alt renteudgifter	1	0

NOTE 3: UDBYTTER I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	3.257	3.664
I alt udbytter	3.257	3.664

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	÷42	÷9
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	16.951	÷5.601
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	28	0
Valutakonti	364	144
Øvrige aktiver/passiver	1	0
Handelsomkostninger	÷38	÷1
I alt kursgevinster og -tab	17.265	÷5.466

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷100	÷133
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	63	133
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷38	÷1

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	1
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	1
Andre honorarer til revisorer	0	0	4	1
Markedsføringsomkostninger	0	0	216	32
Gebyrer til depotselskab	0	0	89	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	108	2
Øvrige omkostninger	14	4	11	14
Managementhonorar	537	0	327	0
Fast administrationshonorar	162	0	29	0
I alt opdelte adm.omk.	713	4	784	51
I alt adm.omkostninger		717		835

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne m.v., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	277	344
I alt skat	277	344

NOTE 8: TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	3.254	3.665
Ikke refunderbar udbytteskat	÷277	÷344
Kursgevinst til udlodning	2.284	4.318
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	717	835
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	÷205	÷578
Udlodning overført fra sidste år	0	106
I alt til rådighed for udlodning, brutto	4.339	6.332
Frivillig udlodning	0	75
I alt til rådighed for udlodning, netto	4.339	6.407

NOTE 9: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	1.085.858	123.719	1.258.676	151.190
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷6.407		÷4.720
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		454		260
Emissioner i året	27.657	3.317	71.301	8.435
Indløsninger i året	÷137.000	÷15.670	÷244.119	÷28.536
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		21		71
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		205		578
Overført til udlodning fra sidste år		0		÷106
Overført til udlodning næste år		42		0
Foreslået udlodning		4.297		6.407
Overførsel af periodens resultat		14.981		÷9.859
I alt medlemmernes formue	976.515	124.960	1.085.858	123.719

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,4	99,6
I alt finansielle instrumenter	99,4	99,6
Øvrige aktiver og passiver	0,6	0,4
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

FONDE

Investerer i rentebærende obligationer udstedt i danske kroner, som opfylder reglerne for anbringelse af ikke erhvervsdrivende fondes midler. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 2 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risiko styring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 2,70 pct. Afdelingen har intet benchmark, men det opnåede afkast var mindre tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen for mellemlange danske obligationer, som steg 4,39 pct. i samme periode. Afdelingens afkast har indfriet vores forventninger om et positivt afkast, da renterne faldt kraftigt henover året.

Markedet

2014 var et år med næsten uafbrudte rentefald. Det var ikke vores forventning i slutningen af 2013, men stor international efterspørgsel efter sikre obligationer, lav vækst, uro i Rusland og Ukraine samt en overraskende lav inflation, der ikke er set lavere siden 1950'erne, var årsager til rentefaldet. Kombinationen af lav vækst og manglende inflation var medvirkende årsager til, at den europæiske centralbank

(ECB) sænkede renten to gange i løbet af året. I Danmark valgte Nationalbanken at fastholde udlånsrenten uændret på 0,2 pct.

Renten på den toneangivende danske statsobligation 1,5% 2023 faldt hen over året 1,54 procentpoint og endte året i rekordlave 0,55 pct.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 1,69 procentpoint lavere end markedsudviklingen for mellemlange danske obligationer. Afdelingens forsigtige investeringsstrategi med fokus på lav rentefølsomhed betød, at afdelingen ikke kunne følge markedsudviklingen pga. de kraftigt faldende renter i 2014. Afdelingen bestod i 2014 primært af realkreditobligationer med høj kupon. De faldende renter betød, at realkreditobligationer med høj kupon oplevede meget store indfrielse i sidste halvdel af 2014. Det påvirkede afdelingens afkast negativt, da renten mod forventning faldt kraftigt. Afdelingens beholdning af realkreditobligationer med lav kupon bidrog til gengæld positivt til afdelingens afkast.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Som konsekvens af lav vækst har centralbankerne på tværs af de store økonomier holdt renterne på et ekstremt lavt niveau i en årrække. Den amerikanske centralbank har dog signaleret en ende på den meget lempelige pengepolitik, og en bedring af de økonomiske udsigter vil medføre, at de korte renter bliver hævet. Dette kan påvirke afdelingens afkast negativt. Omvendt vil en svagere vækst end forventet kunne påvirke afdelingens afkast positivt.

Danske realkreditobligationer var ultimo 2014 igen afdelingens største investeringsområde. Den økonomiske udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren, vil derfor have stor betydning for investorernes afkast. Det danske renteniveau er set i et historisk perspektiv meget lavt, og en rentestigning vil derfor kunne udhule afdelingens afkast.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: April 1998
Risikoindekator [1-7]: 2
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0015989610
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	49,8%
1-3 år	29,7%
5-10 år	12,1%
Øvrige inkl. likvide	8,4%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,89
Standardafvigelse	1,39

FONDE



Forventninger til markedet samt strategi

For 2015 forventer vi lave, men positive afkast på obligationerne. Det nuværende renteniveau er fortsat lavt i historisk perspektiv, og der er risiko for stigende renter. Hvis væksten eller inflationen overrasker på opsidet, vil renten stige mere, end vi forventer. Dette kan betyde, at obligationer kan give negativt afkast i 2015. Omvendt kan en svagere vækst eller en lavere inflationsudvikling end forventet presse renterne yderligere ned. Men renterne er allerede på et lavt niveau, så der er en grænse for, hvor meget renten kan falde fra det nuværende meget lave niveau.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi, og ved indgangen til året har afdelingen fortsat en høj andel af realkreditobligationer. For 2015 er det forventningen, at afdelingen som følge af de lave renter opnår et lavt om end et positivt afkast på niveau med markedsudviklingen for mellemlange danske obligationer. Afkastet kan dog blive både højere eller lavere end markedsudviklingen for mellemlange danske obligationer, blandt andet som følge af usikkerheden på de finansielle markeder.

FONDE

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	75.101	91.675
I alt renter og udbytter	75.101	91.675
Kursgevinster og -tab:		
2 Obligationer	8.744	÷27.088
3 Handelsomkostninger	0	0
I alt kursgevinster og -tab	8.744	÷27.088
I alt indtægter	83.846	64.587
4 Administrationsomkostninger	14.063	15.900
Resultat før skat	69.782	48.687
Skat	0	0
Årets nettoresultat	69.782	48.687
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	÷2.120	÷5.881
I alt formuebevægelser	÷2.120	÷5.881
Til disposition	67.662	42.806
5 Til rådighed for udlodning	66.180	74.988
Foreslået udlodning	36.162	39.637
Udbetalt acontoudlodning	28.870	35.351
Overført til udlodning næste år	1.148	0
Overført til formuen	1.482	÷32.182

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	1.482	15.799
I alt likvide midler	1.482	15.799
Obligationer:		
Not. obl. fra danske udstedere	2.636.921	2.626.316
I alt obligationer	2.636.921	2.626.316
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter; udbytter m.m.	17.224	20.864
Mellemvær: vedr. handelsafv.	0	3.614
I alt andre aktiver	17.224	24.477
Aktiver i alt	2.655.627	2.666.593
PASSIVER		
6 Medlemmernes formue	2.430.777	2.663.217
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	687	3.375
Mellemvær: vedr. handelsafv.	224.163	0
I alt anden gæld	224.850	3.375
Passiver i alt	2.655.627	2.666.593

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	3,35	4,75	3,08	1,71	2,70
Indre værdi (DKK pr. andel)	95,38	95,77	95,16	94,07	94,11
Nettoresultat (t.DKK)	101.141	153.408	98.741	48.687	69.782
Udbytte (DKK pr. andel)	4,25	3,50	3,25	2,60	2,50
Administrationsomkostninger (pct.)	0,54	0,54	0,55	0,54	0,55
ÅOP	0,72	0,74	0,75	0,71	0,72
Omsætningshastighed (antal gange)	0,58	0,26	0,42	0,24	0,15
Medlemmernes formue (t.DKK)	3.286.750	3.379.058	3.201.041	2.663.217	2.430.777
Antal andele	34.457.773	35.282.160	33.638.792	28.311.979	25.830.225
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

FONDE

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE
(FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	0	+317
Noterede obligationer fra danske udstedere	75.101	91.992
I alt renteindtægter	75.101	91.675

NOTE 2: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede obligationer fra danske udstedere	8.744	+27.088
I alt kursgevinster og -tab	8.744	+27.088

NOTE 3: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	0	0
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	0	0

NOTE 4: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	21
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	18
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	12
Markedsføringsomkostninger	0	0	5.392	691
Gebyrer til depotselskab	0	0	311	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	1.544	53
Øvrige omkostninger	80	91	224	227
Managementhonorar	11.569	0	6.832	0
Fast administrationshonorar	2.324	0	577	0
I alt opdelte adm.omk.	13.972	91	14.880	1.020
I alt adm.omkostninger		14.063		15.900

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne m.v., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 5: TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	75.101	91.675
Kursgevinst til udlodning	7.262	3.687
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	14.063	15.900
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	+2.120	+5.881
I alt til rådighed for udlodning, brutto	66.180	73.581
Frivillig udlodning	0	1.407
I alt til rådighed for udlodning, netto	66.180	74.988

NOTE 6: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	28.311.979	2.663.217	33.638.792	3.201.041
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		+39.637		+50.458
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		1.684		2.440
Emissioner i året	513.222	48.698	853.408	80.947
Indløsninger i året	+2.994.976	+284.419	+6.180.221	+585.139
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		321		1.051
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		2.120		5.881
Overført til udlodning næste år		1.148		0
Foreslået udlodning		36.162		39.637
Overførsel af periodens resultat		1.482		+32.182
I alt medlemmernes formue	25.830.225	2.430.777	28.311.979	2.663.217

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	108,5	98,6
I alt finansielle instrumenter	108,5	98,6
Øvrige aktiver og passiver	+8,5	1,4
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallevej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

GLOBAL HØJT UDBYTTTE

Investerer globalt i aktier med forventet høj udbytteevne. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer globalt i aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder/emerging markets, modpartsrisiko samt valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 5 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav siden starten den 17. november et afkast på 1,49 pct., mens benchmark steg 1,00 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter.

Markedet

Siden afdelingens start den 17. november har markederne været præget af den faldende oliepris og den stigende dollar. Aktier med højt udbytte har i perioden givet et afkast, der er lidt mindre end det generelle aktiemarked.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,49 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Det skyldtes dels, at den forsigtige sektorfordeling med undervægt inden for materialer i høj grad bar frugt, men i endnu højere grad, at vores aktieudvælgelse, særligt vores fravalg, bidrog positivt inden for energi og sundhed. Vores bedste defensive aktier var de amerikanske forsyningselskaber CMS Energy og Duke Energy samt de europæiske forsikringselskaber Zurich Insurance Group og Direct Line Group. Men vi fik også gode afkast inden for det cykliske område, særligt blandt de autorelaterede selskaber og selskaber, der er underleverandører til eksempelvis industrien: SKF, Michelin og Siemens.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Hvis den økonomiske vækst i USA, Europa og Japan bliver svagere end forventet, vil det kunne medføre, at den forventede vækst i selskabernes indtjening udebliver, og dette er en væsentlig risikofaktor for aktiemarkederne i 2015. En anden væsentlig risikofaktor for aktiemarkederne er en forøget usikkerhed om fremtiden. Der er mange forhold, som vil kunne medføre såvel svagere vækst som forøget usikkerhed. Blandt disse kan nævnes politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, gældsloftsproblemer eller frygt for en strammere pengepolitik i USA, stigende obligationsrenter, skuffende vækst i Kina og en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten eller anden geopolitisk uro.

Herudover kan stigende skatter, direkte eller indirekte, eller ændret regulering for særligt energi-, forsynings- og teleselskaber påvirke afkastet i afdelingen negativt.

Afdelingen har fokus på aktier med et højt udbytte. Afdelingens største overvægte på sektorniveau er ved udgangen af 2014 forsikring og forsyning, som er de sektorer, hvor vi finder flest selskaber med høje udbyttebetalinger og lav risiko. Modsat er vores største undervægte inden for sektoren materialer, hvor fremtidsudsigterne er relativt dårlige, og sektoren teknologi, hvor risikoen forekommer høj.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: November 2014
Risikoindikator [1-7]: 5
Benchmark: MSCI World High Dividend Index inklusive nettoudbytter
Fondskode: DK0060577484
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

LANDEFORDELING

USA	30,0%
Storbritannien	12,8%
Schweiz	11,0%
Canada	8,9%
Tyskland	8,0%
Øvrige inkl. likvide	29,3%

NØGLETAL

Active share	62,68
--------------	-------

GLOBAL HØJT UDBYTTE



Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive, men beherskede afkast på aktiemarkederne i 2015, understøttet af vækst i selskabernes indtjening. Dette er baseret på en forventning om, at den pæne økonomiske vækst i USA fortsætter i 2015, samtidig med at væksten i Europa forventes at stige. Der er dog risiko for tilbagefald i aktiekurserne, hvis væksten skuffer, eller der opstår fornyet usikkerhed om fremtiden. Blandt de mange forhold, der vil kunne udløse dette, er politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, frygt for en strammere pengepolitik i USA, en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten og skuffende vækst i Kina.

Afdelingen har en høj eksponering mod forsikringselskaber med solide driftsresultater og høje udbyttebetalinger og har til gengæld begrænset eksponering til banker, som i de fleste tilfælde ikke kan betale attraktive udbytter på grund af ny regulering og behov for konsolidering. Afdelingen har også overvægt i forsyning, som forventes at give stabilitet i porteføljen. Vi er modsat mere forsigtige inden for de cykliske sektorer, hvor vi primært fokuserer på forbrugs- og industrielskaber med globale afsætningsmuligheder.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier, som forventes at kunne betale høje udbytter. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

GLOBAL HØJT UDBYTTE

RESULTATOPGØRELSE

	17.11.-31.12.2014	
	1.000 DKK	
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	1	
2 Udbytter	251	
I alt renter og udbytter	252	
3 Kursgevinster og -tab:		
Kapitalandele	1.368	
Valutakonti	21	
Øvrige aktiver/passiver	2	
4 Handelsomkostninger	÷4	
I alt kursgevinster og -tab	1.387	
I alt indtægter	1.640	
5 Administrationsomkostninger	247	
Resultat før skat	1.392	
6 Skat	37	
Årets nettoresultat	1.355	
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	÷5	
I alt formuebevægelser	÷5	
Til disposition	1.351	
Overført til formuen	1.351	

BALANCE

	31.12.2014	
	1.000 DKK	
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	2.319	
I alt likvide midler	2.319	
Kapitalandele:		
Not. aktier fra udl. selskaber	111.618	
I alt kapitalandele	111.618	
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter; udbytter m.m.	111	
Aktuelle skatteaktiver	2	
I alt andre aktiver	112	
Aktiver i alt	114.049	
PASSIVER		
7 Medlemmernes formue	113.929	
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	120	
I alt anden gæld	120	
Passiver i alt	114.049	

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	-	-	-	-	2014
Afkast (pct.)*	-	-	-	-	1,49
Benchmarkafkast (pct.)*	-	-	-	-	1,00
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	-	101,49
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	-	1.355
Udbytte (DKK pr. andel)	-	-	-	-	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	1,62
ÅOP	-	-	-	-	1,91
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	-	0,03
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	-	113.929
Antal andele	-	-	-	-	1.122.512
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	-	100

* 2014 dækker en periode på mindre end 12 måneder

GLOBAL HØJT UDBYTTE

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE
(FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK **2014**

Indestående i depotselskab	1
I alt renteindtægter	1

NOTE 2: UDBYTTET I 1.000 DKK **2014**

Noterede aktier fra udenlandske selskaber	251
I alt udbytter	251

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK **2014**

Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.368
Valutakonti	21
Øvrige aktiver/passiver	2
Handelsomkostninger	÷4
I alt kursgevinster og -tab	1.387

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK **2014**

Bruttohandelsomkostninger	÷151
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	147
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷4

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK **2014**

	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	35	0
Managementhonorar	194	0
Fast administrationshonorar	19	0
I alt opdelte adm.omk.	247	0
I alt adm.omkostninger		247

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne m.v., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 6: SKAT I 1.000 DKK **2014**

Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	37
I alt skat	37

TIL RÅDIGHED FOR UDLØDNING I 1.000 DKK **2014**

Renter og udbytter	252
Ikke refunderbar udbytteskat	÷37
Regulering vedr. udbytteskat m.v.	÷2
Kursgevinst til udlodning	÷115
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	247
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	÷5
I alt til rådighed for udlodning, brutto	÷154

Negativ rådighedsbeleb som ikke overføres til næste år	÷154
I alt til rådighed for udlodning, netto	0

NOTE 7: MEDLEMMERNES FORMUE **2014**

	Antal andele Formueværdi i 1.000 DKK	
Emissioner i året	1.122.512	112.332
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		242
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		5
Overførsel af periodens resultat		1.351
I alt medlemmernes formue	1.122.512	113.929

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN **2014**

Finansielle instrumenter i pct.	
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,0
I alt finansielle instrumenter	98,0
Øvrige aktiver og passiver	2,0
I alt	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallevej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

GLOBAL INDEKS

Investerer globalt i aktier med forventet høj udbytteevne. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer globalt i aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, modpartsrisiko samt valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 5 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 18,99 pct., mens benchmark steg 19,27 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og har mere end indfriet vores forventninger om positivt afkast. Men konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

De globale aktiemarkeder gav et afkast på 18,39 pct. i 2014, men konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving

især i andet halvår. Der var også meget stor forskel på afkastene regionerne imellem bl.a. som følge af store ændringer i valutakurserne. Med et afkast på 28,09 pct. var det USA, der klarede sig bedst, godt hjulpet af en betydelig styrkelse af den amerikanske dollar. Med afkast på henholdsvis 11,18 pct., 9,09 pct. og 6,64 pct. klarede de nye markeder, Japan og Europa sig væsentligt dårligere.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,28 procentpoint lavere end ændringen i benchmark, og der var således en tilfredsstillende overensstemmelse mellem afdelingens afkast og udvikling i benchmark.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Hvis den økonomiske vækst i USA, Europa og Japan bliver svagere end forventet, vil det kunne medføre, at den forventede vækst i selskabernes indtjening udebliver, og dette er en væsentlig risikofaktor for aktiemarkederne i 2015. En anden væsentlig risikofaktor for aktiemarkederne er en forøget usikkerhed om fremtiden. Der er mange forhold, som vil kunne medføre såvel svagere vækst som forøget usikkerhed. Blandt disse kan nævnes politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, gældsloftsproblemer eller frygt for en strammere pengepolitik i USA, stigende obligationsrenter, skuffende vækst i Kina og en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten eller anden geopolitisk uro.

Afdelingen har betydelige investeringer indenfor sektorerne sundhed, forbrugsgoder og teknologi. Afkastet på aktier i disse sektorer kan bl.a. være følsomme over for udviklingen i det offentlige forbrug, det private forbrug og erhvervsinvesteringerne.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive, men beherskede afkast på aktiemarkederne i 2015, understøttet af vækst i selskabernes indtjening. Dette er baseret på en forventning om, at den pæne økonomiske vækst i USA fortsætter i 2015, samtidig med at væksten i Europa forventes at stige. Der er dog risiko for tilbagefald i aktiekurserne, hvis væksten skuffer, eller der opstår fornyet usikkerhed om fremtiden. Blandt de mange

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Marts 2000
Risikoindikator [1-7]: 5
Benchmark: MSCI World inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0010263052
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

LANDEFORDELING

USA	56,4%
Japan	8,1%
Storbritannien	7,0%
Schweiz	4,0%
Canada	3,9%
Øvrige inkl. likvide	20,6%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,25
Standardafvigelse	9,67
Tracking error	0,41
Information Ratio	-1,55
Sharpe Ratio (benchm.)	1,33
Standardafvigelse (benchm.)	9,57
Active share	5,15

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

GLOBAL INDEKS



forhold, der vil kunne udløse dette, er politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, frygt for en strammere pengepolitik i USA, en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten og skuffende vækst i Kina.

Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger det valgte benchmark. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast, der er lidt lavere end udviklingen i det valgte benchmark, idet omkostningerne trækkes fra i afkastet.

GLOBAL INDEKS

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	20	11
2 Renteudgifter	1	1
3 Udbytter	57.887	41.004
I alt renter og udbytter	57.906	41.014
Kursgevinster og -tab:		
4 Kapitalandele	315.673	231.230
Valutakonti	1.958	684
Øvrige aktiver/passiver	82	÷8
5 Handelsomkostninger	÷56	÷16
I alt kursgevinster og -tab	317.656	231.890
I alt indtægter	375.562	272.904
6 Administrationsomkostninger	11.907	8.765
Resultat før skat	363.654	264.139
7 Skat	4.214	525
Årets nettoresultat	359.441	263.614
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	÷52.093	÷13.090
Overført fra sidste år	÷185.519	1.478
I alt formuebevægelser	÷237.612	÷11.612
Til disposition	121.829	252.002
8 Til rådighed for udlodning	÷151.058	÷185.519
Overført til udlodning næste år	÷151.058	÷185.519
Overført til formuen	272.886	437.522

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	6.997	3.127
I alt likvide midler	6.997	3.127
Kapitalandele:		
Not. aktier fra DK selskaber	16.319	8.090
Not. aktier fra udl. selskaber	2.628.898	1.582.501
Unot. kap.andele fra udl. selsk.	0	841
I alt kapitalandele	2.645.217	1.591.433
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter; udbytter m.m.	2.920	1.880
Andre tilgodehavender	905	1.136
Mellemvær: vedr. handelsaf v.	0	8.547
Aktuelle skatteaktiver	1.599	1.120
I alt andre aktiver	5.424	12.684
Aktiver i alt	2.657.638	1.607.243
PASSIVER		
9 Medlemmernes formue	2.656.781	1.604.155
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	858	2.051
Mellemvær: vedr. handelsaf v.	0	1.037
I alt anden gæld	858	3.088
Passiver i alt	2.657.638	1.607.243

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	23,36	÷6,79	14,08	20,91	18,99
Benchmarkafkast (pct.)	25,87	÷6,49	14,49	21,19	19,27
Indre værdi (DKK pr. andel)	67,17	61,43	68,50	81,14	96,54
Nettoresultat (t.DKK)	78.493	48.705	162.986	263.614	359.441
Udbytte (DKK pr. andel)	1,25	1,50	1,50	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,05	0,60	0,59	0,62	0,61
ÅOP	1,30	0,89	0,85	0,86	0,85
Omsætningshastighed (antal gange)	0,01	0,11	0,00	0,00	0,00
Medlemmernes formue (t.DKK)	389.139	1.166.663	1.264.580	1.604.155	2.656.781
Antal andele	5.793.640	18.992.100	18.462.055	19.771.333	27.518.614
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

GLOBAL INDEKS

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE
(FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	17	11
Andre renteindtægter	3	0
I alt renteindtægter	20	11

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2014	2013
Andre renteudgifter	1	1
I alt renteudgifter	1	1

NOTE 3: UDBYTTET I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	162	78
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	57.704	40.915
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	21	11
I alt udbytter	57.887	41.004

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	1.401	1.301
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	314.235	229.639
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	36	291
Valutakonti	1.958	684
Øvrige aktiver/passiver	82	÷8
Handelsomkostninger	÷56	÷16
I alt kursgevinster og -tab	317.656	231.890

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷1.183	÷488
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	1.127	471
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷56	÷16

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013		
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	10
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	8
Andre honorarer til revisorer	49	0	367	6
Markedsføringsomkostninger	0	0	1.994	334
Gebyrer til depotselskab	0	0	762	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	998	25
Øvrige omkostninger	173	54	123	111
Managementhonorar	8.891	0	3.775	0
Fast administrationshonorar	2.742	0	251	0
I alt opdeltede adm.omk.	11.854	54	8.269	495
I alt adm.omkostninger		11.907		8.765

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne m.v., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar:

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	4.214	525
I alt skat	4.214	525

NOTE 8: TIL RÅDIGHED FOR UDLØDNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	57.906	41.014
Ikke refunderbar udbytteskat	÷4.214	÷525
Regulering vedr. udbytteskat m.v.	÷457	÷279
Kursgevinst til udlodning	31.364	24.530
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	11.907	8.765
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	÷52.093	÷13.090
Fremførbare tab fra sidste år	0	÷239.139
Udlodning overført fra sidste år	÷185.519	1.478
I alt til rådighed for udlodning, brutto	÷164.921	÷194.776
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	÷13.863	÷9.257
I alt til rådighed for udlodning, netto	÷151.058	÷185.519

NOTE 9: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele i 1.000 DKK	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele i 1.000 DKK	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	19.771.333	1.604.155	18.462.055	1.264.580
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser	0	0	0	÷27.693
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning	0	0	0	730
Emissioner i året	10.368.984	915.697	3.714.234	279.410
Indløsninger i året	÷2.621.703	÷224.238	÷2.404.956	÷177.285
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	7.747.281	1.726	1.309.278	799
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året	52.093	52.093	13.090	13.090
Overført til udlodning fra sidste år	185.519	185.519	0	÷1.478
Overført til udlodning næste år	÷151.058	÷151.058	0	÷185.519
Overførsel af periodens resultat	272.886	272.886	437.522	437.522
I alt medlemmernes formue	27.518.614	2.656.781	19.771.333	1.604.155

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,6	99,2
Øvrige finansielle instrumenter	0,0	0,1
I alt finansielle instrumenter	99,6	99,3
Øvrige aktiver og passiver	0,4	0,8
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
Danske Bank	1.604	895

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

GLOBAL INDEKS 2

Investorerer indeksbaseret globalt i børsnoterede aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer globalt i aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, modpartsrisiko samt valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 5 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 19,00 pct., mens benchmark steg 19,27 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og har mere end indfriet vores forventninger om positivt afkast. Men konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

De globale aktiemarkeder gav et afkast på 18,39 pct. i 2014, men konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving

især i andet halvår. Der var også meget stor forskel på afkastene regionerne imellem bl.a. som følge af store ændringer i valutakurserne. Med et afkast på 28,09 pct. var det USA, der klarede sig bedst, godt hjulpet af en betydelig styrkelse af den amerikanske dollar. Med afkast på henholdsvis 11,18 pct., 9,09 pct. og 6,64 pct. klarede de nye markeder, Japan og Europa sig væsentligt dårligere.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,27 procentpoint lavere end ændringen i benchmark, og der var således en tilfredsstillende overensstemmelse mellem afdelingens afkast og udvikling i benchmark.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Hvis den økonomiske vækst i USA, Europa og Japan bliver svagere end forventet, vil det kunne medføre, at den forventede vækst i selskabernes indtjening udebliver, og dette er en væsentlig risikofaktor for aktiemarkederne i 2015. En anden væsentlig risikofaktor for aktiemarkederne er en forøget usikkerhed om fremtiden. Der er mange forhold, som vil kunne medføre såvel svagere vækst som forøget usikkerhed. Blandt disse kan nævnes politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, gældsloftsproblemer eller frygt for en strammere pengepolitik i USA, stigende obligationsrenter, skuffende vækst i Kina og en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten eller anden geopolitisk uro.

Afdelingen har betydelige investeringer indenfor sektorerne sundhed, forbrugsgoder og teknologi. Afkastet på aktier i disse sektorer kan bl.a. være følsomme over for udviklingen i det offentlige forbrug, det private forbrug og erhvervsinvesteringerne.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive, men beherskede afkast på aktiemarkederne i 2015, understøttet af vækst i selskabernes indtjening. Dette er baseret på en forventning om, at den pæne økonomiske vækst i USA fortsætter i 2015, samtidig med at væksten i Europa forventes at stige. Der er dog risiko for tilbagefald i aktiekurserne, hvis væksten skuffer, eller der opstår fornyet usikkerhed om fremtiden. Blandt de mange

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Marts 1984
Risikoindikator [1-7]: 5
Benchmark: MSCI World inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0010266584
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

LANDEFORDELING

USA	57,3%
Japan	8,2%
Storbritannien	7,0%
Schweiz	4,0%
Canada	3,6%
Øvrige inkl. likvide	19,9%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,40
Standardafvigelse	8,77
Tracking error	0,34
Information Ratio	-0,87
Sharpe Ratio (benchm.)	1,43
Standardafvigelse (benchm.)	8,77
Active share	19,25

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

GLOBAL INDEKS 2



forhold, der vil kunne udløse dette, er politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, frygt for en strammere pengepolitik i USA, en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten og skuffende vækst i Kina.

Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger det valgte benchmark. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast, der er lidt lavere end udviklingen i det valgte benchmark, idet omkostningerne trækkes fra i afkastet.

GLOBAL INDEKS 2

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	3	4
2 Udbytter	13.133	12.137
I alt renter og udbytter	13.135	12.141
3 Kursgevinster og -tab:		
Kapitalandele	64.280	70.235
Valutakonti	324	÷52
Øvrige aktiver/passiver	20	÷5
4 Handelsomkostninger	÷1	÷11
I alt kursgevinster og -tab	64.623	70.167
I alt indtægter	77.758	82.308
5 Administrationsomkostninger	2.595	2.567
Resultat før skat	75.163	79.741
6 Skat	846	434
Årets nettoresultat	74.318	79.307
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	÷110	1.259
Overført fra sidste år	0	1.279
I alt formuebevægelser	÷110	2.538
Til disposition	74.208	81.845
7 Til rådighed for udlodning	17.532	1.019
Foreslået udlodning	17.420	1.019
Overført til udlodning næste år	111	0
Overført til formuen	56.676	80.827

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	382	1.874
I alt likvide midler	382	1.874
Kapitalandele:		
Not. aktier fra DK selskaber	2.303	1.918
Not. aktier fra udl. selskaber	468.007	415.501
I alt kapitalandele	470.310	417.420
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	523	490
Andre tilgodehavender	54	0
Aktuelle skatteaktiver	697	647
I alt andre aktiver	1.274	1.137
Aktiver i alt	471.966	420.431
PASSIVER		
8 Medlemmernes formue	471.813	418.258
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	153	528
Mellemvær. vedr. handelsaf v.	0	1.645
I alt anden gæld	153	2.173
Passiver i alt	471.966	420.431

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	18,43	÷2,52	14,27	21,06	19,00
Benchmarkafkast (pct.)	19,71	÷2,64	14,49	21,19	19,27
Indre værdi (DKK pr. andel)	65,38	61,98	69,23	82,13	97,50
Nettoresultat (t.DKK)	73.976	÷9.815	55.070	79.307	74.318
Udbytte (DKK pr. andel)	1,75	1,50	1,50	0,20	3,60
Administrationsomkostninger (pct.)	1,04	0,60	0,60	0,62	0,61
ÅOP	1,30	0,86	0,86	0,86	0,85
Omsætningshastighed (antal gange)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Medlemmernes formue (t.DKK)	456.031	396.588	403.541	418.258	471.813
Antal andele	6.975.189	6.399.014	5.828.789	5.092.587	4.839.014
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

GLOBAL INDEKS 2

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE
(FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	3	4
I alt renteindtægter	3	4

NOTE 2: UDBYTTET I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	38	23
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	13.095	12.114
I alt udbytter	13.133	12.137

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	472	296
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	63.797	69.935
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	11	4
Valutakonti	324	÷52
Øvrige aktiver/passiver	20	÷5
Handelsomkostninger	÷1	÷11
I alt kursgevinster og -tab	64.623	70.167

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷49	÷82
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	48	70
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷1	÷11

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	3
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	3
Andre honorarer til revisorer	19	0	77	2
Markedsføringsomkostninger	0	0	617	98
Gebyrer til depotselskab	0	0	244	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	309	7
Øvrige omkostninger	49	14	36	35
Managementhonorar	1.928	0	1.056	0
Fast administrationshonorar	584	0	80	0
I alt opdelte adm.omk.	2.580	14	2.419	148
I alt adm.omkostninger	2.595		2.567	

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne m.v., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 6: SKAT I 1.000 DKK	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	846	434
I alt skat	846	434

NOTE 7: TIL RÅDIGHED FOR UDLØDNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	13.135	12.141
Ikke refunderbar udbytteskat	÷846	÷434
Regulering vedr. udbytteskat m.v.	÷40	2
Kursgevinst til udlodning	7.987	8.908
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	2.595	2.567
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	÷110	1.259
Fremførbare tab fra sidste år	0	÷19.841
Udlodning overført fra sidste år	0	1.279
I alt til rådighed for udlodning, brutto	17.532	747
Frivillig udlodning	0	271
I alt til rådighed for udlodning, netto	17.532	1.019

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	5.092.587	418.258	5.828.789	403.541
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷1.019		÷8.743
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		47		404
Emissioner i året	203.427	19.071	99.197	7.586
Indløsninger i året	÷457.000	÷38.943	÷835.399	÷63.948
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		80		110
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		110		÷1.259
Overført til udlodning fra sidste år		0		÷1.279
Overført til udlodning næste år		111		0
Foreslået udlodning		17.420		1.019
Overførsel af periodens resultat		56.676		80.827
I alt medlemmernes formue	4.839.014	471.813	5.092.587	418.258

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,7	99,8
I alt finansielle instrumenter	99,7	99,8
Øvrige aktiver og passiver	0,3	0,2
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
Danske Bank	343	317

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

GLOBAL INDEKS VALUTASIKRET – AKKUMULERENDE KL

Investerer indeksbaseret globalt i børsnoterede aktier. Hovedparten af afdelingens investeringer vil være i eller afdækket mod danske kroner eller euro.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer globalt i aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier. Afdelingen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 5 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 9,29 pct., mens benchmark steg 9,29 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og har indfriet vores forventninger om positivt afkast. Men konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

De globale aktiemarkeder gav et afkast på 18,39 pct. i 2014, men konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving især i andet halvår. Der var også meget stor forskel på afka-

stene regionerne imellem bl.a. som følge af store ændringer i valutakurserne. Med et afkast på 28,09 pct. var det USA, der klarede sig bedst, godt hjulpet af en betydelig styrkelse af den amerikanske dollar. Med afkast på henholdsvis 11,18 pct., 9,09 pct. og 6,64 pct. klarede de nye markeder, Japan og Europa sig væsentligt dårligere.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast svarede til ændringen i benchmark, og der var således en tilfredsstillende overensstemmelse mellem afdelingens afkast og udvikling i benchmark.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Hvis den økonomiske vækst i USA, Europa og Japan bliver svagere end forventet, vil det kunne medføre, at den forventede vækst i selskabernes indtjening udebliver, og dette er en væsentlig risikofaktor for aktiemarkederne i 2015. En anden væsentlig risikofaktor for aktiemarkederne er en forøget usikkerhed om fremtiden. Der er mange forhold, som vil kunne medføre såvel svagere vækst som forøget usikkerhed. Blandt disse kan nævnes politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, gældsloftsproblemer eller frygt for en strammere pengepolitik i USA, stigende obligationsrenter, skuffende vækst i Kina og en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten eller anden geopolitisk uro.

Afdelingen har betydelige investeringer indenfor sektorerne sundhed, forbrugsgoder og teknologi. Afkastet på aktier i disse sektorer kan bl.a. være følsomme over for udviklingen i det offentlige forbrug, det private forbrug og erhvervsinvesteringerne.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive, men beherskede afkast på aktiemarkederne i 2015, understøttet af vækst i selskabernes indtjening. Dette er baseret på en forventning om, at den pæne økonomiske vækst i USA fortsætter i 2015, samtidig med at væksten i Europa forventes at stige. Der er dog risiko for tilbagefald i aktiekurserne, hvis væksten skuffer, eller der opstår fornyet usikkerhed om fremtiden. Blandt de mange forhold, der vil kunne udløse dette, er politisk uro om det

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: September 2003
Risikoindeks [1-7]: 5
Benchmark: MSCI World incl. nettoudbytter hedget til DKK
Fondskode: DK0016248222
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

LANDEFORDELING

USA	58,4%
Japan	7,8%
Storbritannien	6,8%
Schweiz	4,5%
Canada	4,3%
Øvrige inkl. likvide	18,2%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,78
Standardafvigelse	11,64
Tracking error	0,97
Information Ratio	-0,10
Sharpe Ratio (benchm.)	0,77
Standardafvigelse (benchm.)	11,99
Active share	38,29

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

GLOBAL INDEKS VALUTASIKRET – AKKUMULERENDE KL



fremtidige samarbejde i Europa, frygt for en strammere pengepolitik i USA, en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten og skuffende vækst i Kina.

Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger det valgte benchmark. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast, der er lidt lavere end udviklingen i det valgte benchmark, idet omkostningerne trækkes fra i afkastet.

GLOBAL INDEKS VALUTASIKRET – AKKUMULERENDE KL

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	2	÷1
2 Udbytter	3.472	1.428
I alt renter og udbytter	3.473	1.427
3 Kursgevinster og -tab:		
Kapitalandele	23.045	7.824
Afledte finansielle instr.	÷15.348	2.135
Valutakonti	695	535
Øvrige aktiver/passiver	8	÷3
4 Handelsomkostninger	÷19	÷13
I alt kursgevinster og -tab	8.380	10.479
I alt indtægter	11.853	11.906
5 Administrationsomkostninger	831	433
Resultat før skat	11.022	11.473
6 Skat	108	÷892
Årets nettoresultat	10.914	12.364
Overført til formuen	10.914	12.364

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	660	690
I alt likvide midler	660	690
Kapitalandele:		
Not. aktier fra DK selskaber	1.290	480
Not. aktier fra udl. selskaber	213.056	57.386
I alt kapitalandele	214.346	57.865
Afl. finansielle instr.:		
Unot. afl. finansielle instr.	28	222
I alt afledte finansielle instr.	28	222
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	252	63
Andre tilgodehavender	13	0
Mellemvær: vedr. handelsaf v.	0	2.912
Aktuelle skatteaktiver	216	376
I alt andre aktiver	481	3.351
Aktiver i alt	215.515	62.128

PASSIVER

7 Medlemmernes formue	212.219	61.873
Afledte finansielle instrumenter:		
Unot. afl. finansielle instr.	3.228	75
I alt afledte finansielle instr.	3.228	75
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	69	181
I alt anden gæld	69	181
Passiver i alt	215.515	62.128

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	7,75	÷5,48	13,41	28,81	9,29
Benchmarkafkast (pct.)	8,63	÷5,78	14,32	27,75	9,29
Indre værdi (DKK pr. andel)	130,26	123,12	139,63	179,85	196,57
Nettoresultat (t.DKK)	12.870	÷2.645	5.238	12.364	10.914
Administrationsomkostninger (pct.)	1,08	0,69	0,66	0,87	0,62
ÅOP	1,38	0,97	0,92	1,14	0,88
Omsætningshastighed (antal gange)	0,20	0,12	0,02	0,09	0,10
Medlemmernes formue (t.DKK)	46.087	42.207	42.979	61.873	212.219
Antal andele	353.806	342.806	307.806	344.023	1.079.622
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

GLOBAL INDEKS VALUTASIKRET – AKKUMULERENDE KL

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE
(FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	2	÷ 1
I alt renteindtægter	2	÷ 1

NOTE 2: UDBYTTET I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	8	4
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	3.463	1.424
I alt udbytter	3.472	1.428

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	140	94
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	22.905	7.730
Terminforretninger/futures m.m.	÷ 15.348	2.135
Valutakonti	695	535
Øvrige aktiver/passiver	8	÷ 3
Handelsomkostninger	÷ 19	÷ 13
I alt kursgevinster og -tab	8.380	10.479

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷ 149	÷ 29
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	129	16
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷ 19	÷ 13

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013		
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	20	0	111	0
Markedsføringsomkostninger	0	0	70	12
Gebyrer til depotselskab	0	0	46	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	35	1
Øvrige omkostninger	10	2	8	7
Managementhonorar	606	0	132	0
Fast administrationshonorar	193	0	11	0
I alt opdelte adm.omk.	829	2	413	20
I alt adm.omkostninger		831		433

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerrådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger; fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne mv., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden afslutningen er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 6: SKAT I 1.000 DKK	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	108	÷ 892
I alt skat	108	÷ 892

NOTE 7: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	344.023	61.873	307.806	42.979
Emissioner i året	749.599	142.129	62.000	10.648
Indløsninger i året	÷ 14.000	÷ 2.706	÷ 25.783	÷ 4.143
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		9		25
Overførsel af periodens resultat		10.914		12.364
I alt medlemmernes formue	1.079.622	212.219	344.023	61.873

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	101,0	93,5
Øvrige finansielle instrumenter	÷ 1,5	0,2
I alt finansielle instrumenter	99,5	93,7
Øvrige aktiver og passiver	0,5	6,3
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
Danske Bank	92	37

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelsvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

GLOBAL PLUS

Investerer globalt i aktier udvalgt ud fra specifikke forventninger til den enkelte akties afkast. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer globalt i aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, selskabspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder/emerging markets, modpartsrisiko samt valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 5 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 15,88 pct., mens benchmark steg 18,39 pct. Afdelingens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har mere end indfriet vores forventninger om positivt afkast. Konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte dog betydelige udsving, især i andet halvår.

Markedet

De globale aktiemarkeder gav et afkast på 18,39 pct. i 2014, men konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving især i andet halvår. Der var også meget stor forskel på afkastene regionerne imellem bl.a. som følge af store ændringer i valutakurserne. Med et afkast på 28,09 pct. var det USA, der klarede sig bedst, godt hjulpet af en betydelig styrkelse af den amerikanske dollar. Med afkast på henholdsvis 11,18 pct., 9,09 pct. og 6,64 pct. klarede de nye markeder, Japan og Europa sig væsentligt dårligere.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast i 2014 var 2,51 procentpoint lavere end stigningen i det globale aktiemarked. Sektorfordelingen bidrog samlet set positivt til afdelingens relative afkast i 2014. Afdelingens begrænsede investeringer indenfor energisektoren og betydelige investeringer indenfor sektoren sundhed bidrog også positivt. Modsat bidrog især vores investeringer indenfor materialesektoren samt vores manglende investeringer indenfor forsyningssektoren negativt til det relative afkast.

Aktieudvælgelsen bidrog overordnet negativt til afdelingens relative afkast. Det var især afdelingens investeringer i den engelske bank Standard Chartered, der hovedsageligt opererer i Asien og Afrika, samt det schweiziske selskab Sulzer, der producerer pumper til hovedsageligt olie- og gasindustrien, der bidrog negativt.

Modsat var afdelingens investeringer i Signet Jewelers, som producerer og sælger smykker, den amerikanske udbyder af sundhedsforsikringer UnitedHealth, samt det amerikanske selskab L Brands, der bl.a. står bag Victoria's Secret, de mest positive bidragsydere til afdelingens relative afkast.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Hvis den økonomiske vækst i USA, Europa og Japan bliver svagere end forventet, vil det kunne medføre, at den forven-

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: September 2000
Risikoindikator [1-7]: 5
Benchmark: MSCI AC World inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0010270503
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

LANDEFORDELING

USA	38,2%
Storbritannien	14,1%
Japan	10,8%
Schweiz	9,0%
Tyskland	8,6%
Øvrige inkl. likvide	19,3%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,20
Standardafvigelse	9,30
Tracking error	3,42
Information Ratio	-0,13
Sharpe Ratio (benchm.)	1,30
Standardafvigelse (benchm.)	8,97
Active share	93,28

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

GLOBAL PLUS

tede vækst i selskabernes indtjening udebliver, og dette er en væsentlig risikofaktor for aktiemarkedene i 2015. En anden væsentlig risikofaktor for aktiemarkedene er en forøget usikkerhed om fremtiden. Der er mange forhold, som vil kunne medføre såvel svagere vækst som forøget usikkerhed. Blandt disse kan nævnes politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, gældsloftsproblemer eller frygt for en strammere pengepolitik i USA, stigende obligationsrenter, skuffende vækst i Kina og en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten eller anden geopolitisk uro.

Afdelingen har betydelige investeringer indenfor sektorerne sundhed, forbrugsgoder og teknologi. Afkastet på aktier i disse sektorer kan bl.a. være følsomme over for udviklingen i det offentlige forbrug, det private forbrug og erhvervsinvesteringerne.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive, men beherskede afkast på aktiemarkedene i 2015, understøttet af vækst i selskabernes indtjening. Dette er baseret på en forventning om, at den pæne økonomiske vækst i USA fortsætter i 2015, samtidig med at væksten i Europa forventes at stige. Der er dog risiko for tilbagefald i aktiekurserne, hvis væksten skuffer, eller der opstår fornyet usikkerhed om fremtiden. Blandt de mange forhold, der vil kunne udløse dette, er politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, frygt for en strammere pengepolitik i USA, en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten og skuffende vækst i Kina.

Vi fastholder som udgangspunkt afdelingens nuværende balance med betydelige investeringer i sektorerne sundhed, forbrugsgoder, informationsteknologi og stabilt forbrug, mens vi indtil videre aktivt har fravalgt investeringer indenfor telekommunikations- og forsyningssektoren.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

GLOBAL PLUS

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	2	0
2 Udbytter	2.694	1.623
I alt renter og udbytter	2.696	1.623
3 Kursgevinster og -tab:		
Kapitalandele	11.122	9.820
Valutakonti	256	118
Øvrige aktiver/passiver	4	÷2
4 Handelsomkostninger	÷80	÷72
I alt kursgevinster og -tab	11.302	9.863
I alt indtægter	13.998	11.486
5 Administrationsomkostninger	1.319	1.205
Resultat før skat	12.679	10.282
6 Skat	136	36
Årets nettoresultat	12.543	10.246
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	÷24.961	17.663
Overført fra sidste år	÷126.279	1.934
I alt formuebevægelser	÷151.239	19.597
Til disposition	÷138.696	29.842
7 Til rådighed for udlodning	÷146.929	÷126.279
Overført til udlodning næste år	÷146.929	÷126.279
Overført til formuen	8.233	156.121

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	2.635	1.377
I alt likvide midler	2.635	1.377
Kapitalandele:		
Not. aktier fra DK selskaber	2.404	1.885
Not. aktier fra udl. selskaber	95.241	68.456
I alt kapitalandele	97.645	70.340
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	49	28
Andre tilgodehavender	68	0
Aktuelle skatteaktiver	271	245
I alt andre aktiver	388	273
Aktiver i alt	100.668	71.991
PASSIVER		
8 Medlemmernes formue	99.886	71.715
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	75	276
Mellemvær. vedr. handelsaf v.	707	0
I alt anden gæld	782	276
Passiver i alt	100.668	71.991

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	23,81	÷5,32	14,87	15,59	15,88
Benchmarkafkast (pct.)	21,03	÷4,50	14,79	17,49	18,39
Indre værdi (DKK pr. andel)	10,15	9,02	10,36	11,97	13,87
Nettoresultat (t.DKK)	9.643	÷5.644	12.168	10.246	12.543
Udbytte (DKK pr. andel)	0,60	0,00	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,17	1,63	1,63	1,65	1,60
ÅOP	1,59	1,97	1,93	2,00	1,95
Omsætningshastighed (antal gange)	0,91	0,16	0,12	0,22	0,26
Medlemmernes formue (t.DKK)	48.111	89.214	70.536	71.715	99.886
Antal andele	4.741.000	9.895.550	6.811.000	5.990.936	7.200.865
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

GLOBAL PLUS

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE
(FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	2	0
I alt renteindtægter	2	0

NOTE 2: UDBYTTET I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	39	0
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	2.655	1.623
I alt udbytter	2.694	1.623

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	586	114
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	10.536	9.706
Valutakonti	256	118
Øvrige aktiver/passiver	4	+2
Handelsomkostninger	+80	+72
I alt kursgevinster og -tab	11.302	9.863

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	+137	+126
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	57	55
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+80	+72

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	1
Andre honorarer til revisorer	1	0	12	0
Markedsføringsomkostninger	0	0	288	17
Gebyrer til depotselskab	0	0	56	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	235	1
Øvrige omkostninger	9	2	6	9
Managementhonorar	1.199	0	559	0
Fast administrationshonorar	107	0	21	0
I alt opdelte adm.omk.	1.317	2	1.176	28
I alt adm.omkostninger		1.319		1.205

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne m.v., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden afslutningen er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 6: SKAT I 1.000 DKK	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	136	36
I alt skat	136	36

NOTE 7: TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	2.696	1.623
Ikke refunderbar udbytteskat	+136	+36
Regulering vedr. udbytteskat m.v.	+21	+43
Kursgevinst til udlodning	1.633	3.709
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	1.319	1.205
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	+24.961	17.663
Fremførbare tab fra sidste år	0	+151.045
Udlodning overført fra sidste år	+126.279	1.934
I alt til rådighed for udlodning, brutto	+148.385	+127.400
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	+1.456	+1.121
I alt til rådighed for udlodning, netto	+146.929	+126.279

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	5.990.936	71.715	6.811.000	70.536
Emissioner i året	1.814.000	23.081	713.000	8.205
Indløsninger i året	+604.071	+7.484	+1.533.064	+17.287
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		31		15
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		24.961		+17.663
Overført til udlodning fra sidste år		126.279		+1.934
Overført til udlodning næste år		+146.929		+126.279
Overførsel af periodens resultat		8.233		156.121
I alt medlemmernes formue	7.200.865	99.886	5.990.936	71.715

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,8	98,1
I alt finansielle instrumenter	97,8	98,1
Øvrige aktiver og passiver	2,2	1,9
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

GLOBAL STOCKPICKING

Investerer globalt i aktier udvalgt ud fra specifikke forventninger til den enkelte akties afkast. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer globalt i aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder emerging/markets, modpartsrisiko samt valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 5 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 15,75 pct., mens benchmark steg 18,39 pct. Afdelingens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har mere end indfriet vores forventninger om positivt afkast. Konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte dog betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

De globale aktiemarkeder gav et afkast på 18,39 pct. i 2014, men konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving især i andet halvår. Der var også meget stor forskel på afkastene regionerne imellem bl.a. som følge af store ændringer i valutakurserne. Med et afkast på 28,09 pct. var det USA, der klarede sig bedst, godt hjulpet af en betydelig styrkelse af den amerikanske dollar. Med afkast på henholdsvis 11,18 pct., 9,09 pct. og 6,64 pct. klarede de nye markeder, Japan og Europa sig væsentligt dårligere.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast i 2014 var 2,64 procentpoint lavere end stigningen i benchmark. Sektorfordelingen bidrog samlet set positivt til afdelingens relative afkast i 2014. Afdelingens begrænsede investeringer indenfor energisektoren og betydelige investeringer indenfor sektoren sundhed bidrog også positivt. Modsat bidrog især vores investeringer indenfor materialesektoren samt vores manglende investeringer indenfor forsyningssektoren negativt til det relative afkast.

Aktieudvælgelsen bidrog overordnet negativt til afdelingens relative afkast. Det var især afdelingens investeringer i den engelske bank Standard Chartered, der hovedsageligt opererer i Asien og Afrika, samt det schweiziske selskab Sulzer, der producerer pumper til hovedsageligt olie- og gasindustrien, der bidrog negativt.

Modsat var afdelingens investeringer i Signet Jewelers, som producerer og sælger smykker, den amerikanske udbyder af sundhedsforsikringer UnitedHealth, samt det amerikanske selskab L Brands, der bl.a. står bag Victoria's Secret, de mest positive bidragsydere til afdelingens relative afkast.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Hvis den økonomiske vækst i USA, Europa og Japan bliver svagere end forventet, vil det kunne medføre, at den forventede vækst i selskabernes indtjening udebliver, og dette er

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Maj 2000
Risikoindikator [1-7]: 5
Benchmark: MSCI AC World inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0010264530
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

LANDEFORDELING

USA	37,6%
Storbritannien	13,8%
Japan	10,7%
Schweiz	8,8%
Tyskland	8,4%
Øvrige inkl. likvide	20,7%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,12
Standardafvigelse	8,78
Tracking error	3,58
Information Ratio	-0,46
Sharpe Ratio (benchm.)	1,29
Standardafvigelse (benchm.)	8,91
Active share	93,32

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

GLOBAL STOCKPICKING

en væsentlig risikofaktor for aktiemarkedene i 2015. En anden væsentlig risikofaktor for aktiemarkedene er en forøget usikkerhed om fremtiden. Der er mange forhold, som vil kunne medføre såvel svagere vækst som forøget usikkerhed. Blandt disse kan nævnes politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, gældsloftsproblemer eller frygt for en strammere pengepolitik i USA, stigende obligationsrenter, skuffende vækst i Kina og en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten eller anden geopolitisk uro.

Afdelingen har betydelige investeringer indenfor sektorerne sundhed, forbrugsgoder og teknologi. Afkastet på aktier i disse sektorer kan bl.a. være følsomme over for udviklingen i det offentlige forbrug, det private forbrug og erhvervsinvesteringerne.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive, men beherskede afkast på aktiemarkedene i 2015, understøttet af vækst i selskabernes indtjening. Dette er baseret på en forventning om, at den pæne økonomiske vækst i USA fortsætter i 2015, samtidig med at væksten i Europa forventes at stige. Der er dog risiko for tilbagefald i aktiekurserne, hvis væksten skuffer, eller der opstår fornyet usikkerhed om fremtiden. Blandt de mange forhold, der vil kunne udløse dette, er politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, frygt for en strammere pengepolitik i USA, en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten og skuffende vækst i Kina.

Vi fastholder som udgangspunkt afdelingens nuværende balance med betydelige investeringer i sektorerne sundhed, forbrugsgoder, informationsteknologi og stabilt forbrug, mens vi indtil videre aktivt har fravalgt investeringer indenfor telekommunikations- og forsyningssektoren.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

GLOBAL STOCKPICKING

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	27	+98
2 Udbytter	77.271	35.856
I alt renter og udbytter	77.298	35.758
3 Kursgevinster og -tab:		
Kapitalandele	321.718	239.986
Valutakonti	7.678	2.176
Øvrige aktiver/passiver	99	+40
4 Handelsomkostninger	+1.969	+1.303
I alt kursgevinster og -tab	327.526	240.819
I alt indtægter	404.824	276.577
5 Administrationsomkostninger	38.332	28.007
Resultat før skat	366.492	248.571
6 Skat	3.924	1.093
Årets nettoresultat	362.568	247.478
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	+36.536	+66.285
Overført fra sidste år	+326.065	599
I alt formuebevægelser	+362.601	+65.686
Til disposition	+33	181.792
7 Til rådighed for udlodning	+242.893	+326.065
Overført til udlodning næste år	+242.893	+326.065
Overført til formuen	242.860	507.857

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	121.574	108.870
I alt likvide midler	121.574	108.870
Kapitalandele:		
Not. aktier fra DK selskaber	68.422	54.925
Not. aktier fra udl. selskaber	2.692.246	1.994.870
I alt kapitalandele	2.760.668	2.049.795
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	1.375	820
Andre tilgodehavender	192	737
Mellemvær: vedr. handelsafv.	1.208	6.477
Aktuelle skatteaktiver	4.380	3.869
I alt andre aktiver	7.154	11.903
Aktiver i alt	2.889.396	2.170.568
PASSIVER		
8 Medlemmernes formue	2.867.105	2.162.751
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	2.199	7.818
Mellemvær: vedr. handelsafv.	20.091	0
I alt anden gæld	22.291	7.818
Passiver i alt	2.889.396	2.170.568

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	17,89	+6,09	13,95	15,50	15,75
Benchmarkafkast (pct.)	20,05	+4,50	14,79	17,49	18,39
Indre værdi (DKK pr. andel)	66,70	61,65	70,25	78,69	91,08
Nettoresultat (t.DKK)	124.116	+54.955	170.846	247.478	362.568
Udbytte (DKK pr. andel)	1,00	0,00	2,25	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,52	1,59	1,58	1,60	1,60
ÅOP	1,83	2,02	1,87	1,93	1,94
Omsætningshastighed (antal gange)	0,12	0,09	0,10	0,22	0,23
Medlemmernes formue (t.DKK)	896.431	1.180.681	1.562.841	2.162.751	2.867.105
Antal andele	13.440.544	19.152.300	22.246.973	27.484.745	31.477.760
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

GLOBAL STOCKPICKING

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE
(FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	27	+98
I alt renteindtægter	27	+98

NOTE 2: UDBYTTET I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	1.228	0
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	76.043	35.856
I alt udbytter	77.271	35.856

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	16.823	3.303
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	304.895	236.683
Valutakonti	7.678	2.176
Øvrige aktiver/passiver	99	+40
Handelsomkostninger	+1.969	+1.303
I alt kursgevinster og -tab	327.526	240.819

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	+3.237	+3.134
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	1.268	1.831
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+1.969	+1.303

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	12
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	10
Andre honorarer til revisorer	22	0	262	7
Markedsføringsomkostninger	0	0	6.067	413
Gebyrer til depotselskab	0	0	883	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	4.938	31
Øvrige omkostninger	214	76	140	137
Managementhonorar	34.914	0	14.818	0
Fast administrationshonorar	3.106	0	287	0
I alt opdelte adm.omk.	38.256	76	27.396	611
I alt adm.omkostninger		38.332		28.007

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljearbejdning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne m.v., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyselse fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 6: SKAT I 1.000 DKK	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	3.924	1.093
I alt skat	3.924	1.093

NOTE 7: TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	77.298	35.758
Ikke refunderbar udbytteskat	+3.924	+1.093
Regulering vedr. udbytteskat m.v.	+429	62
Kursgevinst til udlodning	43.469	120.811
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	38.332	28.007
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	+36.536	+66.285
Fremførbare tab fra sidste år	0	+420.662
Udlodning overført fra sidste år	+326.065	599
I alt til rådighed for udlodning, brutto	+284.520	+358.816
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	+41.627	+32.751
I alt til rådighed for udlodning, netto	+242.893	+326.065

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	27.484.745	2.162.751	22.246.973	1.562.841
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		0		+50.056
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		0		7.540
Emissioner i året	6.475.157	535.014	9.749.103	728.516
Indløsninger i året	+2.482.142	+194.077	+4.511.331	+334.746
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		850		1.177
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		36.536		66.285
Overført til udlodning fra sidste år		326.065		+599
Overført til udlodning næste år		+242.893		+326.065
Overførsel af periodens resultat		242.860		507.857
I alt medlemmernes formue	31.477.760	2.867.105	27.484.745	2.162.751

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,3	94,8
I alt finansielle instrumenter	96,3	94,8
Øvrige aktiver og passiver	3,7	5,2
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallevej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

GLOBAL STOCKPICKING 2

Investerer globalt i aktier udvalgt ud fra specifikke forventninger til den enkelte akties afkast. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer globalt i aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder/emerging markets, modpartsrisiko samt valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 5 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 15,97 pct., mens benchmark steg 18,39 pct. Afdelingens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har mere end indfriet vores forventninger om positivt afkast. Konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte dog betydelige udsving, især i andet halvår.

Markedet

De globale aktiemarkeder gav et afkast på 18,39 pct. i 2014, men konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valu-

tauro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving især i andet halvår. Der var også meget stor forskel på afkastene regionerne imellem bl.a. som følge af store ændringer i valutakurserne. Med et afkast på 28,09 pct. var det USA, der klarede sig bedst, godt hjulpet af en betydelig styrkelse af den amerikanske dollar. Med afkast på henholdsvis 11,18 pct., 9,09 pct. og 6,64 pct. klarede de nye markeder, Japan og Europa sig væsentligt dårligere.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast i 2014 var 2,42 procent point lavere end stigningen i benchmark. Sektorfordelingen bidrog samlet set positivt til afdelingens relative afkast i 2014. Afdelingens begrænsede investeringer indenfor energisektoren og betydelige investeringer indenfor sektoren sundhed bidrog også positivt. Modsat bidrog især vores investeringer indenfor materialesektoren samt vores manglende investeringer indenfor forsyningssektoren negativt til det relative afkast.

Aktieudvælgelsen bidrog overordnet negativt til afdelingens relative afkast. Det var især afdelingens investeringer i den engelske bank Standard Chartered, der hovedsageligt opererer i Asien og Afrika, samt det schweiziske selskab Sulzer, der producerer pumper til hovedsageligt olie- og gasindustrien, der bidrog negativt.

Modsat var afdelingens investeringer i Signet Jewelers, som producerer og sælger smykker, den amerikanske udbyder af sundhedsforsikringer UnitedHealth, samt det amerikanske selskab L Brands, der bl.a. står bag Victoria's Secret, de mest positive bidragsydere til afdelingens relative afkast.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Hvis den økonomiske vækst i USA, Europa og Japan bliver svagere end forventet, vil det kunne medføre, at den forventede vækst i selskabernes indtjening udebliver, og dette er en væsentlig risikofaktor for aktiemarkederne i 2015. En anden væsentlig risikofaktor for aktiemarkederne er en forøget usikkerhed om fremtiden. Der er mange forhold, som vil kunne medføre såvel svagere vækst som forøget usikkerhed. Blandt disse kan nævnes politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, gældsloftsproblemer eller frygt for en

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Marts 1986
Risikoindikator [1-7]: 5
Benchmark: MSCI AC World inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0010253095
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

LANDEFORDELING

USA	38,0%
Storbritannien	14,0%
Japan	10,8%
Schweiz	8,9%
Tyskland	8,5%
Øvrige inkl. likvide	19,8%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,22
Standardafvigelse	8,98
Tracking error	3,46
Information Ratio	-0,19
Sharpe Ratio (benchm.)	1,30
Standardafvigelse (benchm.)	8,91
Active share	93,28

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

GLOBAL STOCKPICKING 2



strammere pengepolitik i USA, stigende obligationsrenter, skuffende vækst i Kina og en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten eller anden geopolitisk uro.

Afdelingen har betydelige investeringer indenfor sektorerne sundhed, forbrugsgoder og teknologi. Afkastet på aktier i disse sektorer kan bl.a. være følsomme over for udviklingen i det offentlige forbrug, det private forbrug og erhvervsinvesteringerne.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive, men beherskede afkast på aktiemarkedene i 2015, understøttet af vækst i selskabernes indtjening. Dette er baseret på en forventning om, at den pæne økonomiske vækst i USA fortsætter i 2015, samtidig med at væksten i Europa forventes at stige. Der er dog risiko for tilbagefald i aktiekurserne, hvis væksten skuffer, eller der opstår fornyet usikkerhed om fremtiden. Blandt de mange forhold, der vil kunne udløse dette, er politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, frygt for en strammere pengepolitik i USA, en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten og skuffende vækst i Kina.

Vi fastholder som udgangspunkt afdelingens nuværende balance med betydelige investeringer i sektorerne sundhed, forbrugsgoder, informationsteknologi og stabilt forbrug, mens vi indtil videre aktivt har fravalgt investeringer indenfor telekommunikations- og forsyningssektoren.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

GLOBAL STOCKPICKING 2

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	17	7
2 Udbytter	25.255	18.336
I alt renter og udbytter	25.272	18.343
3 Kursgevinster og -tab:		
Kapitalandele	102.396	114.081
Valutakonti	2.939	441
Øvrige aktiver/passiver	40	÷23
4 Handelsomkostninger	÷702	÷786
I alt kursgevinster og -tab	104.673	113.713
I alt indtægter	129.945	132.056
5 Administrationsomkostninger	12.465	13.216
Resultat før skat	117.480	118.839
6 Skat	1.402	÷507
Årets nettoresultat	116.078	119.346
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	21.463	44.136
Overført fra sidste år	÷208.671	1.837
I alt formuebevægelser	÷187.208	45.974
Til disposition	÷71.131	165.320
7 Til rådighed for udlodning	÷130.280	÷208.671
Overført til udlodning næste år	÷130.280	÷208.671
Overført til formuen	59.150	373.991

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	24.600	34.521
I alt likvide midler	24.600	34.521
Kapitalandele:		
Not. aktier fra DK selskaber	19.787	20.506
Not. aktier fra udl. selskaber	777.689	744.781
I alt kapitalandele	797.476	765.288
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	408	308
Andre tilgodehavender	129	0
Aktuelle skatteaktiver	2.620	2.637
I alt andre aktiver	3.157	2.945
Aktiver i alt	825.232	802.754
PASSIVER		
8 Medlemmernes formue	818.785	798.600
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	617	2.976
Mellemvær. vedr. handelsafv.	5.807	1.154
Ikke hævet udl. fra tidl. år	24	24
I alt anden gæld	6.447	4.154
Passiver i alt	825.232	802.754

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	24,25	÷6,34	14,13	15,55	15,97
Benchmarkafkast (pct.)	20,68	÷4,50	14,79	17,49	18,39
Indre værdi (DKK pr. andel)	98,16	91,93	103,37	117,27	135,99
Nettoresultat (t.DKK)	200.982	÷59.808	112.224	119.346	116.078
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	1,50	2,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,34	1,66	1,60	1,62	1,60
ÅOP	1,77	2,01	1,91	1,97	1,94
Omsætningshastighed (antal gange)	1,32	0,24	0,14	0,25	0,26
Medlemmernes formue (t.DKK)	971.811	820.975	827.432	798.600	818.785
Antal andele	9.900.155	8.930.155	8.004.897	6.810.151	6.020.795
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

GLOBAL STOCKPICKING 2

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE
(FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	17	7
I alt renteindtægter	17	7

NOTE 2: UDBYTTET I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	443	0
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	24.812	18.336
I alt udbytter	25.255	18.336

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	6.248	1.246
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	96.148	112.835
Valutakonti	2.939	441
Øvrige aktiver/passiver	40	÷23
Handelsomkostninger	÷702	÷786
I alt kursgevinster og -tab	104.673	113.713

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷869	÷1.054
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	166	267
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷702	÷786

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	6
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	5
Andre honorarer til revisorer	3	0	226	3
Markedsføringsomkostninger	0	0	3.318	193
Gebyrer til depotselskab	0	0	439	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	2.704	15
Øvrige omkostninger	80	27	74	66
Managementhonorar	11.354	0	6.009	0
Fast administrationshonorar	1.000	0	158	0
I alt opdelte adm.omk.	12.437	27	12.929	287
I alt adm.omkostninger		12.465		13.216

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne m.v., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 6: SKAT I 1.000 DKK	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	1.402	÷507
I alt skat	1.402	÷507

NOTE 7: TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	25.272	18.343
Ikke refunderbar udbytteskat	÷1.402	507
Regulering vedr. udbytteskat m.v.	63	÷414
Kursgevinst til udlodning	33.450	53.290
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	12.465	13.216
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	21.463	44.136
Fremførbare tab fra sidste år	0	÷325.548
Udlodning overført fra sidste år	÷208.671	1.837
I alt til rådighed for udlodning, brutto	÷142.290	÷221.065

Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	÷12.010	÷12.394
I alt til rådighed for udlodning, netto	÷130.280	÷208.671

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	6.810.151	798.600	8.004.897	827.432
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		0		÷16.010
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		0		894
Emissioner i året	15.535	2.076	51.160	5.759
Indløsninger i året	÷804.891	÷98.055	÷1.245.906	÷138.929
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		87		107
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		÷21.463		÷44.136
Overført til udlodning fra sidste år		208.671		÷1.837
Overført til udlodning næste år		÷130.280		÷208.671
Overførsel af periodens resultat		59.150		373.991
I alt medlemmernes formue	6.020.795	818.785	6.810.151	798.600

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,4	95,8
I alt finansielle instrumenter	97,4	95,8
Øvrige aktiver og passiver	2,6	4,2
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

GLOBAL STOCKPICKING – AKKUMULERENDE KL



Investerer globalt i aktier udvalgt ud fra specifikke forventninger til den enkelte akties afkast. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Afdelingen udbydes i tre andelsklasser:

- Global StockPicking, klasse NOK
- Global Stockpicking, osuuslaji EUR
- Global Stockpicking – Akkumulerende, klasse DKK

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på de følgende sider.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes også på de følgende sider.

Nøgletal for indre værdier, afkast og omkostninger m.m. beregnes for hver klasse.

GLOBAL STOCKPICKING - AKKUMULERENDE KL

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	71	÷147
2 Renteudgifter	1	0
3 Udbytter	100.376	63.812
I alt renter og udbytter	100.446	63.665
Kursgevinster og -tab:		
Kapitalandele	407.520	415.166
Valutakonti	11.853	2.573
Øvrige aktiver/passiver	121	÷54
5 Handelsomkostninger	÷2.186	÷1.712
I alt kursgevinster og -tab	417.308	415.972
I alt indtægter	517.754	479.637
6 Administrationsomkostninger	49.624	47.087
Resultat før skat	468.130	432.550
7 Skat	5.864	3.020
Årets nettoresultat	462.266	429.530
Overført til formuen	462.266	429.530

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	124.559	159.713
I alt likvide midler	124.559	159.713
Kapitalandele:		
Not. aktier fra DK selskaber	79.551	78.271
Not. aktier fra udl. selskaber	3.129.861	2.865.377
I alt kapitalandele	3.209.412	2.943.647
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	1.620	1.186
Andre tilgodehavender	152	0
Aktuelle skatteaktiver	8.142	6.728
I alt andre aktiver	9.914	7.913
Aktiver i alt	3.343.885	3.111.273
PASSIVER		
8 Medlemmernes formue	3.317.861	3.091.835
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	2.522	11.465
Mellemvær. vedr. handelsaf v.	23.501	7.973
I alt anden gæld	26.023	19.438
Passiver i alt	3.343.885	3.111.273

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Nettoresultat (t.DKK)	293.074	÷150.117	331.281	429.530	462.266
Omsætningshastighed (antal gange)	1,26	0,18	0,10	0,18	0,19
Medlemmernes formue (t.DKK)	2.009.178	2.158.823	3.063.704	3.091.835	3.317.861

GLOBAL STOCKPICKING – AKKUMULERENDE KL

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE
(FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	71	÷ 147
I alt renteindtægter	71	÷ 147

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2014	2013
Andre renteudgifter	1	0
I alt renteudgifter	1	0

NOTE 3: UDBYTTER I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	1.750	0
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	98.626	63.812
I alt udbytter	100.376	63.812

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	24.021	4.816
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	383.499	410.350
Valutakonti	11.853	2.573
Øvrige aktiver/passiver	121	÷ 54
Handelsomkostninger	÷ 2.186	÷ 1.712
I alt kursgevinster og -tab	417.308	415.972

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷ 3.489	÷ 4.234
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	1.303	2.522
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷ 2.186	÷ 1.712

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	21
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	18
Andre honorarer til revisorer	15	0	306	12
Markedsføringsomkostninger	0	0	11.612	695
Gebyrer til depotselskab	0	0	1.526	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	9.429	53
Øvrige omkostninger	298	106	244	228
Managementhonorar	45.163	0	22.399	0
Fast administrationshonorar	4.041	0	544	0
I alt opdelte adm.omk.	49.518	106	46.060	1.027
I alt adm.omkostninger		49.624		47.087

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne m.v., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	5.864	3.020
I alt skat	5.864	3.020

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo		3.091.835		3.063.704
Emissioner i året		261.212		558.235
Indløsninger i året		÷ 498.127		÷ 961.107
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		676		1.473
Overførsel af periodens resultat		462.266		429.530
I alt medlemmernes formue		3.317.861		3.091.835

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,7	95,2
I alt finansielle instrumenter	96,7	95,2
Øvrige aktiver og passiver	3,3	4,8
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallevej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

GLOBAL STOCKPICKING, KLASSE NOK

Andelsklasse under Global StockPicking – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer globalt i aktier, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder/emerging markets, modpartsrisiko samt valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 5 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav siden sin opstart den 13. juni 2014 og året ud et positivt afkast på 21,15 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 23,97 pct. Andelsklassens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har mere end indfriet vores forventninger om positivt afkast. Konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte dog betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

De globale aktiemarkeder gav siden andelsklassens start den 13. juni 2014 et afkast på 23,97 pct. målt i NOK, men konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving. Der var også meget stor forskel på afkastene regionerne imellem

bl.a. som følge af store ændringer i valutakurserne. Bedst gik det i USA godt hjulpet af en betydelig styrkelse af den amerikanske dollar. De nye markeder, Japan og Europa fik alle positive afkast, men lavere end afkastet for de globale aktiemarkeder.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 2,82 procentpoint lavere end stigningen i benchmark. Sektorfordelingen bidrog samlet set positivt til andelsklassens relative afkast. Andelsklassens begrænsede investeringer indenfor energisektoren og betydelige investeringer indenfor sektoren sundhed bidrog især positivt. Modsat bidrog især vores investeringer indenfor materialesektoren negativt.

Aktieudvælgelsen bidrog overordnet negativt til andelsklassens relative afkast. Det var især andelsklassens investeringer i den engelske bank Standard Chartered, der hovedsageligt opererer i Asien og Afrika, samt det schweiziske selskab Sulzer, der producerer pumper til hovedsageligt olie- og gasindustrien, der bidrog negativt.

Modsat var andelsklassens investeringer i Signet Jewelers, som producerer og sælger smykker, den amerikanske udbyder af sundhedsforsikringer UnitedHealth, samt det amerikanske selskab L Brands, der bl.a. står bag Victoria's Secret, de mest positive bidragsydere.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Hvis den økonomiske vækst i USA, Europa og Japan bliver svagere end forventet, vil det kunne medføre, at den forventede vækst i selskabernes indtjening udebliver, og dette er en væsentlig risikofaktor for aktiemarkederne i 2015. En anden væsentlig risikofaktor for aktiemarkederne er en forøget usikkerhed om fremtiden. Der er mange forhold, som vil kunne medføre såvel svagere vækst som forøget usikkerhed. Blandt disse kan nævnes politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, gældsloftsproblemer eller frygt for en strammere pengepolitik i USA, stigende obligationsrenter, skuffende vækst i Kina og en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten eller anden geopolitisk uro.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Juni 2014
Risikoindeksator [1-7]: 5
Benchmark: MSCI AC World Net Total Return measured in NOK
Fondskode: DK0060564235
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

LANDEFORDELING

USA	37,8%
Storbritannien	13,9%
Japan	10,7%
Schweiz	8,9%
Tyskland	8,5%
Øvrige inkl. likvide	20,2%

NØGLETAL

Active share	93,30
--------------	-------

GLOBAL STOCKPICKING, KLASSE NOK

Andelsklasse under Global StockPicking – Akkumulerende KL

Andelsklassen har betydelige investeringer indenfor sektorerne sundhed, forbrugsgoder og teknologi. Afkastet på aktier i disse sektorer kan bl.a. være følsomme over for udviklingen i det offentlige forbrug, det private forbrug og erhvervsinvesteringerne.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive, men beherskede afkast på aktiemarkedene i 2015, understøttet af vækst i selskabernes indtjening. Dette er baseret på en forventning om, at den pæne økonomiske vækst i USA fortsætter i 2015, samtidig med at væksten i Europa forventes at stige. Der er dog risiko for tilbagefald i aktiekurserne, hvis væksten skuffer, eller der opstår fornyet usikkerhed om fremtiden. Blandt de mange forhold, der vil kunne udløse dette, er politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, frygt for en strammere pengepolitik i USA, en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten og skuffende vækst i Kina.

Vi fastholder som udgangspunkt andelsklassens nuværende balance med betydelige investeringer i sektorerne sundhed, forbrugsgoder, informationsteknologi og stabilt forbrug, mens vi indtil videre aktivt har fravalgt investeringer indenfor telekommunikations- og forsyningssektoren.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

GLOBAL STOCKPICKING, KLASSE NOK

Andelsklasse under Global StockPicking – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSEN

Denne note viser noteoplysninger, som er specifikke for den enkelte andelsklasse.

NØGLETAL	-	-	-	-	2014
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	21,15
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	23,97
Indre værdi (NOK pr. andel)	-	-	-	-	121,15
Nettoresultat (t. DKK)*	-	-	-	-	4.275
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	1,69
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	-	64.235
Antal andele	-	-	-	-	646.015
Stykstørrelse i NOK	-	-	-	-	100

* 2014 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	13.6.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	4.707
Klassenspecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	432
Klassens resultat	4.275
Finansielle instrumenter i pct	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0
Medlemmernes formue	2014
Formueværdi i 1.000 DKK	
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i året	63.970
Indløsninger i året	÷4.056
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	46
Overførsel af periodens resultat	4.275
Medlemmernes formue ultimo	64.235
Antal andele	
Andele primo året	0
Emissioner i året	690.529
Indløsninger i året	÷44.514
Andele ultimo året	646.015

GLOBAL STOCKPICKING, OSUUSLAJI EUR

Andelsklasse under Global StockPicking – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer globalt i aktier, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder/emerging markets, modpartsrisiko samt valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 5 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2014 et afkast på 15,92 pct. målt i EUR, mens benchmark steg 18,61 pct. Andelsklassens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har mere end indfriet vores forventninger om positivt afkast. Konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte dog betydelige udsving, især i andet halvår.

Markedet

De globale aktiemarkeder gav et afkast på 18,61 pct. målt i EUR, men konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving især i andet halvår. Der var også meget stor forskel på afkastene regionerne imellem bl.a. som følge af store ændringer

i valutakurserne. Bedst gik det i USA godt hjulpet af en betydelig styrkelse af den amerikanske dollar. De nye markeder, Japan og Europa fik alle positive afkast, men noget lavere end afkastet for de globale aktiemarkeder.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast i 2014 var 2,69 procent point lavere end stigningen i benchmark.

Sektorfordelingen bidrog samlet set positivt til andelsklassens relative afkast i 2014. Andelsklassens begrænsede investeringer indenfor energisektoren og betydelige investeringer indenfor sektoren sundhed bidrog positivt. Modsat bidrog især vores investeringer indenfor materialesektoren samt vores manglende investeringer indenfor forsyningssektoren negativt til det relative afkast.

Aktieudvælgelsen bidrog overordnet negativt til andelsklassens relative afkast. Det var især andelsklassens investeringer i den engelske bank Standard Chartered, der hovedsageligt opererer i Asien og Afrika, samt det schweiziske selskab Sulzer, der producerer pumper til hovedsageligt olie og gas industrien, der bidrog negativt.

Modsat var andelsklassens investeringer i Signet Jewelers, som producerer og sælger smykker, den amerikanske udbyder af sundhedsforsikringer UnitedHealth, samt det amerikanske selskab L Brands, der bl.a. står bag Victoria's Secret, de mest positive bidragsydere til andelsklassens relative afkast.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Hvis den økonomiske vækst i USA, Europa og Japan bliver svagere end forventet, vil det kunne medføre, at den forventede vækst i selskabernes indtjening udebliver, og dette er en væsentlig risikofaktor for aktiemarkederne i 2015. En anden væsentlig risikofaktor for aktiemarkederne er en forøget usikkerhed om fremtiden. Der er mange forhold, som vil kunne medføre såvel svagere vækst som forøget usikkerhed. Blandt disse kan nævnes politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, gældsloftsproblemer eller frygt for en

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: December 2012
Risikoindeks (1-7): 5
Benchmark: MSCI AC World index inkl. nettoudbytter målt i EUR
Fondskode: DK0060485449
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

LANDEFORDELING

USA	37,8%
Storbritannien	13,9%
Japan	10,7%
Schweiz	8,9%
Tyskland	8,5%
Øvrige inkl. likvide	20,2%

NØGLETAL

Active share	93,30
--------------	-------

GLOBAL STOCKPICKING, OSUUSLAJI EUR

Andelsklasse under Global StockPicking – Akkumulerende KL

strammere pengepolitik i USA, stigende obligationsrenter, skuffende vækst i Kina og en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten eller anden geopolitisk uro.

Andelsklassen har betydelige investeringer indenfor sektorerne sundhed, forbrugsgoder og teknologi. Afkastet på aktier i disse sektorer kan bl.a. være følsomme over for udviklingen i det offentlige forbrug, det private forbrug og erhvervsinvesteringerne.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive, men beherskede afkast på aktiemarkedene i 2015, understøttet af vækst i selskabernes indtjening. Dette er baseret på en forventning om, at den pæne økonomiske vækst i USA fortsætter i 2015, samtidig med at væksten i Europa forventes at stige. Der er dog risiko for tilbagefald i aktiekurserne, hvis væksten skuffer, eller der opstår fornyet usikkerhed om fremtiden. Blandt de mange forhold, der vil kunne udløse dette, er politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, frygt for en strammere pengepolitik i USA, en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten og skuffende vækst i Kina.

Vi fastholder som udgangspunkt andelsklassens nuværende balance med betydelige investeringer i sektorerne sundhed, forbrugsgoder, informationsteknologi og stabilt forbrug, mens vi indtil videre aktivt har fravalgt investeringer indenfor telekommunikations- og forsyningssektoren.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

GLOBAL STOCKPICKING, OSUUSLAJI EUR

Andelsklasse under Global StockPicking – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSEN

Denne note viser noteoplysninger, som er specifikke for den enkelte andelsklasse.

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast i EUR (pct.)*	-	-	÷1,67	15,07	15,92
Benchmarkafkast i EUR (pct.)*	-	-	÷0,44	17,49	18,61
Indre værdi (EUR pr. andel)	-	-	9,83	11,31	13,12
Nettoresultat (t. DKK)*	-	-	÷354	3.698	4.808
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	1,68	1,70	1,69
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	22.217	29.318	36.825
Antal andele	-	-	302.849	347.345	377.066
Stykstørrelse i EUR	-	-	10	10	10

* 2012 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014	1.1.-31.12.2013
Andel af resultat af fællesporteføljen	5.345	4.081
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	537	383
Klassens resultat	4.808	3.698
Finansielle instrumenter i pct	2014	2013
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2014	2013
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	29.318	22.217
Emissioner i året	4.502	8.286
Indløsninger i året	÷1.812	÷4.900
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	8	18
Overførsel af periodens resultat	4.808	3.698
Medlemmernes formue ultimo	36.825	29.318
Antal andele		
Andele primo året	347.345	302.849
Emissioner i året	49.325	104.621
Indløsninger i året	÷19.604	÷60.126
Andele ultimo året	377.066	347.345

GLOBAL STOCKPICKING – AKKUMULERENDE, KLASSE DKK

Andelsklasse under Global StockPicking – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer globalt i aktier, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder/emerging markets, modpartsrisiko samt valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 5 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2014 et afkast på 15,82 pct., mens benchmark steg 18,39 pct. Andelsklassens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har mere end indfriet vores forventninger om positivt afkast. Konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte dog betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

De globale aktiemarkeder gav et afkast på 18,39 pct. i 2014, men konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving især i andet halvår. Der var også meget stor forskel på afkastene regionerne imellem bl.a. som følge af store ændringer

i valutakurserne. Med et afkast på 28,09 pct. var det USA, der klarede sig bedst, godt hjulpet af en betydelig styrkelse af den amerikanske dollar. Med afkast på henholdsvis 11,18 pct., 9,09 pct. og 6,64 pct. klarede de nye markeder, Japan og Europa sig væsentligt dårligere.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast i 2014 var 2,57 procent point lavere end stigningen i benchmark.

Sektorfordelingen bidrog samlet set positivt til andelsklassens relative afkast i 2014. Andelsklassens begrænsede investeringer indenfor energisektoren og betydelige investeringer indenfor sektoren sundhed bidrog positivt. Modsat bidrog især vores investeringer indenfor materialesektoren samt vores manglende investeringer indenfor forsyningssektoren negativt til det relative afkast.

Aktieudvælgelsen bidrog overordnet negativt til andelsklassens relative afkast. Det var især andelsklassens investeringer i den engelske bank Standard Chartered, der hovedsageligt opererer i Asien og Afrika, samt det schweiziske selskab Sulzer, der producerer pumper til hovedsageligt olie og gas industrien, der bidrog negativt.

Modsat var andelsklassens investeringer i Signet Jewelers, som producerer og sælger smykker, den amerikanske udbyder af sundhedsforsikringer UnitedHealth, samt det amerikanske selskab L Brands, der bl.a. står bag Victoria's Secret, de mest positive bidragsydere til andelsklassens relative afkast.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Hvis den økonomiske vækst i USA, Europa og Japan bliver svagere end forventet, vil det kunne medføre, at den forventede vækst i selskabernes indtjening udebliver, og dette er en væsentlig risikofaktor for aktiemarkederne i 2015. En anden væsentlig risikofaktor for aktiemarkederne er en forøget usikkerhed om fremtiden. Der er mange forhold, som vil kunne medføre såvel svagere vækst som forøget usikkerhed. Blandt disse kan nævnes politisk uro om det fremtidige

ANDELSKLASSENS PROFIL

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: November 2002
Risikoindeksator [1-7]: 5
Benchmark: MSCI AC World inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0016208788
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

LANDEFORDELING

USA	37,8%
Storbritannien	13,9%
Japan	10,7%
Schweiz	8,9%
Tyskland	8,5%
Øvrige inkl. likvide	20,2%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,22
Standardafvigelse	8,90
Tracking error	3,51
Information Ratio	-0,22
Sharpe Ratio (benchm.)	1,30
Standardafvigelse (benchm.)	8,91
Active share	93,30

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

GLOBAL STOCKPICKING – AKKUMULERENDE, KLASSE DKK

Andelsklasse under Global Stockpicking – Akkumulerende KL

samarbejde i Europa, gældsloftsproblemer eller frygt for en strammere pengepolitik i USA, stigende obligationsrenter, skuffende vækst i Kina og en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten eller anden geopolitisk uro.

Andelsklassen har betydelige investeringer indenfor sektorerne sundhed, forbrugsgoder og teknologi. Afkastet på aktier i disse sektorer kan bl.a. være følsomme over for udviklingen i det offentlige forbrug, det private forbrug og erhvervsinvesteringerne.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive, men beherskede afkast på aktiemarkedene i 2015, understøttet af vækst i selskabernes indtjening. Dette er baseret på en forventning om, at den pæne økonomiske vækst i USA fortsætter i 2015, samtidig med at væksten i Europa forventes at stige. Der er dog risiko for tilbagefald i aktiekurserne, hvis væksten skuffer, eller der opstår fornyet usikkerhed om fremtiden. Blandt de mange forhold, der vil kunne udløse dette, er politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, frygt for en strammere pengepolitik i USA, en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten og skuffende vækst i Kina.

Vi fastholder som udgangspunkt andelsklassens nuværende balance med betydelige investeringer i sektorerne sundhed, forbrugsgoder, informationsteknologi og stabilt forbrug, mens vi indtil videre aktivt har fravalgt investeringer indenfor telekommunikations- og forsyningssektoren.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

GLOBAL STOCKPICKING – AKKUMULERENDE, KLASSE DKK

Andelsklasse under Global StockPicking – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSEN

Denne note viser noteoplysninger, som er specifikke for den enkelte andelsklasse.

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	24,14	÷6,27	13,91	15,29	15,82
Benchmarkafkast (pct.)	20,68	÷4,50	14,79	17,49	18,39
Indre værdi (DKK pr. andel)	108,48	101,68	115,82	133,52	154,65
Nettoresultat (t. DKK)	293.074	÷150.117	331.635	425.833	453.183
Administrationsomkostninger (pct.)	1,34	1,63	1,58	1,60	1,60
ÅOP	1,81	1,94	1,87	1,91	1,92
Medlemmernes formue (t.DKK)	2.009.178	2.158.823	3.041.487	3.062.517	3.216.802
Antal andele	18.521.915	21.232.361	26.261.037	22.936.327	20.800.786
Styktørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014	1.1.-31.12.2013
Andel af resultat af fællesporteføljen	501.564	461.274
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	48.381	35.441
Klassens resultat	453.183	425.833
Finansielle instrumenter i pct	2014	2013
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2014	2013
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	3.062.517	3.041.487
Emissioner i året	192.740	549.949
Indløsninger i året	÷492.259	÷956.206
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	621	1.455
Overførsel af periodens resultat	453.183	425.833
Medlemmernes formue ultimo	3.216.802	3.062.517
Antal andele		
Andele primo året	22.936.327	26.261.037
Emissioner i året	1.378.577	4.376.568
Indløsninger i året	÷3.514.118	÷7.701.278
Andele ultimo året	20.800.786	22.936.327

GLOBALE HIGH YIELD-OBLIGATIONER

Investerer globalt i aktier med forventet høj udbytteevne. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer i udenlandske high yield-virksomhedsobligationer d.v.s. obligationer med lav kreditkvalitet. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for high yield-virksomhedsobligationer globalt. Afdelingen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 4 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav et negativt afkast på 0,16 pct. i 2014, mens benchmark steg 2,22 pct. Afdelingens afkast var mindre tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og udviklingen i benchmark. Afdelingens afkast for 2014 var lavere end forventet, da renterne steg, og kreditspændene, dvs. renteforskellen mellem kreditobligationer og statsobligationer udstedt i samme valuta og med samme løbetid, blev udvidet i andet halvår, særligt som følge af nedgang i energi, materialer og detailsektorerne.

Markedet

High yield-obligationerne fik en god start på 2014, idet investorerne havde en forventning om, at den amerikanske centralbank (Fed) havde signaleret en langsom udfasning af de pengepolitiske lempelser i USA, hvilket holdt kreditspændene i ro. Obligationsrenterne i det amerikanske high yield-indeks nåede det laveste niveau nogensinde i juni til trods for, at den økonomiske vækst i USA var hæmmet af usædvanligt koldt vejr i første halvår. Tilliden vendte imidlertid i juli, hvor krisen i Ukraine blev forværret, og chefen for den amerikanske centralbank indikerede, at der var tegn på overdreven risikotagning i bl.a. markedet for højrentelån til virksomheder. Det medførte dårligt månedligt afkast for high yield-obligationer og indløsninger i investeringsforeninger. Der blev sat en ny rekord for ugentlige indløsninger i starten af august, men der sås dog hurtigt tegn på en stabilisering. I en udtalelse den 17. september meddelte Fed, at centralbanken ville begynde at nedtrappe sine obligationsopkøb i oktober, hvis betingelserne var uændrede. I Europa opstod der store udsving på markedet for high yield-obligationer som følge af et dyk i forventningerne til den fremtidige inflation samt at opsvinget i USA tog fart, mens Phones4U, en stor uafhængig mobiloperatør i England, overraskede markedet med en misligholdelse, og der var store indløsninger hos investeringsforeningerne. Denne udvikling gik primært ud over B-obligationer og hybride kreditinstrumenter. I USA sendte det kraftige fald i olieprisen markedsafkastene ned som følge af stigende forventninger til misligholdelser i markedet grundet pres på energisektoren. Lige før årsskiftet blev markedet dog løftet af opmuntrende udtalelser fra Fed om hastigheden af centralbankens renteforhøjelser, og der var købere til de energi-obligationer, der i største omfang var blevet frasolgt.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 2,38 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Statsrenterne steg, og kreditspændene blev udvidet i løbet af året, og det bidrog negativt til afkastet, da afdelingen var positioneret til stigende renter og indsnævrede kreditspænd. Afdelingens afkast blev negativt påvirket af overvægt i energisektoren og papirvalget inden for denne sektor som følge af den faldende pris på råolie mod slutningen af året.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Februar 2002
Risikoindikator [1-7]: 4
Benchmark: Barclays Capital Global HY Index excluding CMBS & EMG & Non senior financials (2% issuers capped) - hedged DKK
Fondskode: DK0060448918
Porteføljerådgiver: ING Asset Management BV

VARIGHEDER

0-1 år	12,4%
1-3 år	28,3%
3-5 år	35,5%
5-10 år	17,5%
Over 10 år	0,5%
Øvrige inkl. likvide	5,8%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,93
Standardafvigelse	6,93
Tracking error	1,29
Information Ratio	-0,67
Sharpe Ratio (benchm.)	1,18
Standardafvigelse (benchm.)	6,20

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

GBLALE HIGH YIELD-OBLIGATIONER

Ratingmæssigt trak undervægt af rentefølsomme BB-obligationer og overvægt af B- og CCC-obligationer ned i afdelingens resultat. Geografisk nød afdelingen godt af overvægten i Asien, mens papirvalget i Asien bidrog negativt til afdelingens resultat. Undervægt i Europa trak ned i resultatet, men det blev mere end opvejet af et positivt papirvalg. I USA trak papirvalg ned i afdelingens resultat. Sektormæssigt trak energi, forsyningsvirksomheder og ikke-cyklisk forbrug mest ned i afdelingens resultat.

På udstederniveau trak positionerne i energiselskaberne NFR, Resolute, Energy XXI, W&T og Sandridge ned i afdelingens resultat. Af andre negative bidrag kan nævnes kemiselskabet Hexion, tøjfirmaet Takko, rejsebureauet EDreams Odigeo og Guitar Center. Overvægt af Shimaog og kabelselskabet UnityMedia bidrog positivt til afdelingens resultat. Afdelingen nød også godt af ikke at have investeret i Samson, Arch Coal og Alpha Natural Resources.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den nuværende strategi afspejler en tro på stabil eller stærkere økonomisk vækst i USA og Europa. Hvis væksten bliver negativ i disse områder, vil afdelingen formentlig give et lavere afkast end benchmarket.

Prisen på råolie er faldet markant på det seneste. Vi forventer, at prisen på råolie vil holde sig forholdsvis lav i de næste seks måneder til to år. De to muligheder, som vi mener kan presse olieprisen op, er omfattende produktionsnedsættelser hos OPEC på kort sigt eller et fald i investeringerne i olieproduktion, som kan føre til nedsat produktion på længere sigt. Vi har tiltro til, at de udstedere, som vi har investeret i, er i stand til via afdækning af olieprisen, gældsoptagelse eller produktionsomkostningsforbedringer at overleve mindst frem til 2016, men hvis olieprisen ryger ned under USD 50 pr. tønde og bliver på det niveau, vil det udvande tilliden i markedet, og overvægten i oliesektoren kan vise sig at blive dyr.

I Europa har den meget lave forbrugertillid haft negativ effekt på detailsalget. Hvis de økonomiske vilkår bliver forværret, forventer vi, at obligationer med en lav kreditvurdering vil klare sig dårligere end BB-obligationer, da flugten til kvalitetspapirer inden for high yield så vil fortsætte. Vi forventer endvidere, at den større spredning i obligationskurser og -renter, som vi ser i dag, skaber muligheder for at opnå et højere afkast ved papirudvælgelse. Hvis vi ikke formår dette, kan det føre til lavere afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi har positive forventninger til afdelingen i 2015, idet vi forventer pengepolitiske lempelser fra centralbankerne og attraktive værdiansættelser af high yield-obligationer i form

af relativt lave kurser og høje kreditspænd. Vi er overbeviste om, at de pengepolitiske betingelser fortsat vil understøtte udviklingen i Europa, idet både væksten og inflationen forbliver lav. I USA forventer vi, at Fed vil hæve den korte rente midt på året, og vi forventer, at centralbanken formentlig vil foretage forsigtige og jævnlige renteforhøjelser, da den lave inflation giver mulighed for at fokusere på at forbedre beskæftigelsen. Vi forventer, at USA går ind i en periode med selv bærende vækst, og at Europa vil opleve svage, men positive og bedre nøgletal. De igangværende obligationsopkøb i Japan og Europa har presset afkastene på kvalitetspapirer helt i bund verden over. Selvom disse programmer videreføres i 2015, forventer vi, at vi nu har set de største stigninger, og at vi herfra igen vil opleve en mere normal følsomhed over for solide økonomiske nøgletal.

For så vidt angår high yield-obligationer, forventer vi gode betingelser i 2015. Vi forventer ikke, at misligholdelser udløst af den lave oliepris vil medføre en større stigning i den samlede misligholdelsesrate i 2015 og forventer, at den samlede misligholdelsesrate vil være ca. 2 pct. Selvom nogle af de udstedere, der har oplevet store kursfald i 2014, i sidste ende vil misligholde deres lån, er der mange andre, der vil klare sig igennem til udløb. Vi forventer ikke, at energipriserne vil stige markant foreløbigt, og olieprisen vil formentlig fortsætte på det nuværende niveau, indtil tilstrækkeligt mange af de olieproducerende lande får nok af situationen og indvilger i at skære i produktionen.

Sammenfattende forventer vi, at afdelingen i 2015 formentlig vil opnå et afkast, der ligger højere end kuponrenten. Afkastet vil svinge, indtil Fed begynder at hæve renten, og vil derefter sætte sig, efterhånden som investorerne opbygger tillid til gradvise renteforhøjelser. En af de risici, der er forbundet med denne prognose, er, hvis yderst positive økonomiske data får Fed til at hæve renten hurtigt og aggressivt, hvilket vil føre til indløsninger i investeringsforeningerne og meget kraftige frasalge af obligationer. En recession kan også medføre, at BB-obligationerne, hvor vi har en undervægt, klarer sig bedre end de øvrige klasser. I Europa er risikoen, at de økonomiske vilkår svækkes yderligere og et frasalge af B-obligationer som følge af øget frygt for misligholdelse. I Asien ville et større fald på boligmarkedet i Kina kunne påvirke kursen på obligationer udstedt af selv de mest robuste ejendomsselskaber.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

GLOBALE HIGH YIELD-OBLIGATIONER

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	583.929	649.602
2 Renteudgifter	3	0
I alt renter og udbytter	583.926	649.601
3 Kursgevinster og -tab:		
Obligationer	368.033	÷277.380
Kapitalandele	0	52
Afledte finansielle instr.	÷856.427	432.277
Valutakonti	42.593	÷113.070
Øvrige aktiver/passiver	0	0
4 Handelsomkostninger	÷201	÷57
I alt kursgevinster og -tab	÷446.002	41.822
I alt indtægter	137.925	691.424
5 Administrationsomkostninger	100.614	119.482
Resultat før skat	37.310	571.942
Skat	0	0
Årets nettoresultat	37.310	571.942
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	÷5.305	÷108.198
Overført fra sidste år	5.289	1.196
I alt formuebevægelser	÷16	÷107.003
Til disposition	37.294	464.939
6 Til rådighed for udlodning	÷113.148	706.899
Foreslået udlodning	0	701.610
Overført til udlodning næste år	÷113.148	5.289
Overført til formuen	150.443	÷241.960

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	596.644	263.117
I alt likvide midler	596.644	263.117
Obligationer:		
Not. obl. fra udl. udstedere	6.520.524	8.457.877
Unoterede obligationer	56.106	0
I alt obligationer	6.576.630	8.457.877
Afl. finansielle instr.:		
Unot. afl. finansielle instr.	10.156	105.040
I alt afledte finansielle instr.	10.156	105.040
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	126.682	153.341
Mellemvær. vedr. handelsaf v.	1.067	741
I alt andre aktiver	127.749	154.082
Aktiver i alt	7.311.179	8.980.116
PASSIVER		
7 Medlemmernes formue	7.101.112	8.955.882
Afledte finansielle instrumenter:		
Unot. afl. finansielle instr.	206.101	1.491
I alt afledte finansielle instr.	206.101	1.491
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	3.966	20.337
Mellemvær. vedr. handelsaf v.	0	2.406
I alt anden gæld	3.966	22.743
Passiver i alt	7.311.179	8.980.116

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	12,91	2,92	15,65	6,14	÷0,16
Benchmarkafkast (pct.)	13,62	3,87	15,27	6,95	2,22
Indre værdi (DKK pr. andel)	9.575,02	9.854,46	107,14	100,84	92,99
Nettoresultat (t.DKK)	886.693	115.550	1.146.023	571.942	37.310
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	6,25	12,50	7,90	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,26	1,29	1,17	1,20	1,19
ÅOP	1,64	1,78	1,54	1,53	1,53
Omsætningshastighed (antal gange)	0,63	0,12	0,31	0,50	0,46
Medlemmernes formue (t.DKK)	9.191.739	7.196.739	9.536.356	8.955.882	7.101.112
Antal andele	959.971	730.303	89.007.414	88.811.374	76.364.788
Stykstørrelse i DKK	10.000	10.000	100	100	100

GLOBALE HIGH YIELD-OBLIGATIONER

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE (FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	10	+1.701
Noterede obligationer fra danske udstedere	0	14
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	582.257	651.012
Unoterede obligationer	1.298	601
Andre renteindtægter	365	+325
I alt renteindtægter	583.929	649.602

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2014	2013
Andre renteudgifter	3	0
I alt renteudgifter	3	0

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede obligationer fra danske udstedere	0	+179
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	366.850	+274.537
Unoterede obligationer	1.183	+2.664
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	0	52
Terminsforsretninger/futures m.m.	+856.427	432.277
Valutakonti	42.593	+113.070
Øvrige aktiver/passiver	0	0
Handelsomkostninger	+201	+57
I alt kursgevinster og -tab	+446.002	41.822

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	+288	+88
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	87	31
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+201	+57

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	70
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	60
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	39
Mærkedsføringsomkostninger	0	0	28.034	2.344
Gebyrer til depotselskab	0	0	5.036	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	24.430	179
Øvrige omkostninger	861	305	764	763
Managementhonorar	88.725	0	55.940	0
Fast administrationshonorar	10.723	0	1.823	0
I alt opdelte adm.omk.	100.310	305	116.028	3.454
I alt adm.omkostninger		100.614		119.482

Foreningens aftale med investeringsforvaltningselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne m.v., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 6: TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	583.926	649.601
Kursgevinst til udlodning	+686.437	494.198
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	100.614	119.482
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	+5.305	+108.198
Fremførbare tab fra sidste år	0	+210.416
Udlodning overført fra sidste år	5.289	1.196
I alt til rådighed for udlodning, brutto	+203.142	706.899
Negativ rådighedsbeleb som ikke overføres til næste år	+89.993	0
I alt til rådighed for udlodning, netto	+113.148	706.899

NOTE 7: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	88.811.374	8.955.882	89.007.414	9.536.356
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		+701.610		+1.112.593
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		16.898		46.657
Emissioner i året	11.999.371	1.154.827	27.562.956	2.695.431
Indløsninger i året	+24.445.957	+2.376.603	+27.758.996	+2.812.001
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		14.408		30.090
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		5.305		108.198
Overført til udlodning fra sidste år		+5.289		+1.196
Overført til udlodning næste år		+113.148		5.289
Foreslået udlodning		0		701.610
Overførsel af periodens resultat		150.443		+241.960
I alt medlemmernes formue	76.364.788	7.101.112	88.811.374	8.955.882

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter §144a - Nyemitterede	67,5	72,6
Øvrige finansielle instrumenter	24,3	21,9
I alt finansielle instrumenter	89,9	95,7
Øvrige aktiver og passiver	10,1	4,4
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningselskabet Danske Invest Management A/S, Parallevej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

GLOBALE HIGH YIELD-OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

Investerer primært i udenlandske high yield-virk-somhedsobligationer. Valutarisikoen er begrænset, da andelsklasserne valutaafdækkes mod deres udstedelsesvaluta. Afdelingen er aktivt styret .

Afdelingen udbydes i fire andelsklasser:

- Global High Yield Bonds, Osuuslaji EUR W h
- Global High Yield Bonds – Accumulating, class EUR h
- Global High Yield Obligasjon, klasse NOK h
- Globala High Yield-Obligationer, klass SEK h

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på de følgende sider.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes også på de følgende sider.

Nøgletal for indre værdier, afkast og omkostninger m.m. beregnes for hver klasse.

GLOBALE HIGH YIELD-OBLIGATIONER - AKKUMULERENDE KL

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	190.150	201.047
2 Renteudgifter	0	2
I alt renter og udbytter	190.150	201.045
3 Kursgevinster og -tab:		
Obligationer	110.003	÷83.546
Afledte finansielle instr.	÷268.129	125.437
Valutakonti	÷12.687	÷32.104
Øvrige aktiver/passiver	÷3	÷62
4 Handelsomkostninger	÷354	÷499
I alt kursgevinster og -tab	÷171.170	9.225
I alt indtægter	18.980	210.271
5 Administrationsomkostninger	33.307	37.864
Resultat før skat	÷14.327	172.407
Skat	0	0
Årets nettoresultat	÷14.327	172.407
Overført til formuen	÷14.327	172.407

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	131.458	121.507
I alt likvide midler	131.458	121.507
Obligationer:		
Not. obl. fra udl. udstedere	1.560.098	2.931.830
Unoterede obligationer	15.589	0
I alt obligationer	1.575.687	2.931.830
Afl. finansielle instr.:		
Unot. afl. finansielle instr.	10.853	36.669
I alt afledte finansielle instr.	10.853	36.669
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	31.883	50.245
Mellemvær. vedr. handelsaf v.	0	5.619
I alt andre aktiver	31.883	55.864
Aktiver i alt	1.749.882	3.145.870
PASSIVER		
6 Medlemmernes formue	1.677.226	3.135.649
Afledte finansielle instrumenter:		
Unot. afl. finansielle instr.	68.053	1.051
I alt afledte finansielle instr.	68.053	1.051
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	866	9.170
Mellemvær. vedr. handelsaf v.	3.736	0
I alt anden gæld	4.602	9.170
Passiver i alt	1.749.882	3.145.870

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Nettoresultat (t.DKK)*	-	17.373	172.723	172.407	÷14.327
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	0,13	0,31	0,41	0,42
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	733.267	2.789.109	3.135.649	1.677.226

* 2011 dækker en periode på mindre end 12 måneder

GLOBALE HIGH YIELD-OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE (FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	21	÷404
Noterede obligationer fra danske udstedere	0	17
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	189.113	201.493
Unoterede obligationer	336	51
Andre renteindtægter	679	÷110
I alt renteindtægter	190.150	201.047

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2014	2013
Andre renteudgifter	0	2
I alt renteudgifter	0	2

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede obligationer fra danske udstedere	0	÷207
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	109.585	÷83.171
Unoterede obligationer	418	÷169
Terminforretninger/futures m.m.	÷268.129	125.437
Valutakonti	÷12.687	÷32.104
Øvrige aktiver/passiver	÷3	÷62
Handelsomkostninger	÷354	÷499
I alt kursgevinster og -tab	÷171.170	9.225

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷771	÷866
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	416	366
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷354	÷499

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	23
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	19
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	13
Markedsføringsomkostninger	0	0	8.685	750
Gebyrer til depotselskab	0	0	1.610	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	7.759	63
Øvrige omkostninger	321	108	112	229
Managementhonorar	29.061	0	18.023	0
Fast administrationshonorar	3.816	0	580	0
I alt opdelte adm.omk.	33.199	108	36.769	1.095
I alt adm.omkostninger		33.307		37.864

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den af tale og den sammensætning af honorarerne m.v., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 6: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo		3.135.649		2.789.109
Emissioner i året		639.870		1.251.222
Indløsninger i året		÷2.098.936		÷1.089.667
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		14.970		12.578
Overførsel af periodens resultat		÷14.327		172.407
I alt medlemmernes formue		1.677.226		3.135.649

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	67,1	71,2
§144a - Nyemitterede	25,9	22,3
Øvrige finansielle instrumenter	÷2,5	1,1
I alt finansielle instrumenter	90,5	94,6
Øvrige aktiver og passiver	9,5	5,4
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

GLOBAL HIGH YIELD BONDS, OSUUSLAJI EUR W H

Andelsklasse under Globale High Yield-Obligationer - Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer i udenlandske high yield-virksomhedsobligationer d.v.s. obligationer med lav kreditkvalitet. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for high yield-virksomhedsobligationer. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav et negativt afkast på 3,68 pct. i 2014 målt i EUR, mens benchmark faldt 1,57 pct. målt i EUR. Andelsklassens afkast var mindre tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og udviklingen i benchmark. Andelsklassens afkast for 2014 var lavere end forventet, da renterne steg, og kreditspændene, dvs. renteforskellen mellem kreditobligationer og statsobligationer udstedt i samme valuta og med samme løbetid, blev udvidet i andet halvår, særligt som følge af nedgang i energi, materialer og detailsektorerne.

Markedet

Obligationrenterne i det amerikanske high yield-indeks nåede det laveste niveau nogensinde i juni til trods for, at den

økonomiske vækst i USA var hæmmet af usædvanligt koldt vejr i første halvår. Tilliden vendte imidlertid i juli, hvor krisen i Ukraine blev forværret, og chefen for den amerikanske centralbank indikerede, at der var tegn på overdreven risikotagning i bl.a. markedet for højrentelån til virksomheder. Det medførte dårligt månedligt afkast for high yield-obligationer og indløsninger i investeringsforeninger. Der blev sat en ny rekord for ugentlige indløsninger i starten af august, men der sås dog hurtigt tegn på en stabilisering. I en udtalelse den 17. september meddelte Fed, at centralbanken ville begynde at nedtrappe sine obligationsopkøb i oktober, hvis betingelserne var uændrede. I Europa opstod der store udsving på markedet for high yield-obligationer som følge af et dyk i forventningerne til den fremtidige inflation samt at opsvinget i USA tog fart, mens Phones4U, en stor uafhængig mobiloperatør i England, overraskede markedet med en misligholdelse, og der var store indløsninger hos investeringsforeningerne. Denne udvikling gik primært ud over B-obligationer og hybride kreditinstrumenter. I USA sendte det kraftige fald i olieprisen markedsafkastene ned som følge af stigende forventninger til misligholdelser i markedet grundet pres på energisektoren. Lige før årsskiftet blev markedet dog løftet af opmuntrende udtalelser fra Fed om hastigheden af centralbankens renteforhøjelser, og der var købere til de energi-obligationer, der i største omfang var blevet frasolgt.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast faldt 2,11 procentpoint mere end benchmark. Statsrenterne steg, og kreditspændene blev udvidet i løbet af året, og det bidrog negativt til afkastet, da andelsklassen var positioneret til stigende renter og indsnævrede kreditspænd. Andelsklassens afkast blev negativt påvirket af overvægt i energisektoren og papirvalget inden for denne sektor som følge af den faldende pris på råolie mod slutningen af året.

Ratingmæssigt trak undervægt af rentefølsomme BB-obligationer og overvægt af B- og CCC-obligationer ned i andelsklassens resultat. Geografisk nød andelsklassen godt af overvægten i Asien, mens papirvalget i Asien bidrog negativt til andelsklassens resultat. Undervægt i Europa trak ned i resultatet, men det blev mere end opvejet af et positivt

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Maj 2014
Risikoindeksator [1-7]: 4
Benchmark: Barclays Capital Global HY Index excluding CMBS & EMG & Non senior financials (2% issuers capped) - hedged EUR
Fondskode: DK0060549947
Porteføljeraðgiver: ING Asset Management BV

VARIGHEDER

0-1 år	10,1%
1-3 år	29,7%
3-5 år	37,3%
5-10 år	17,1%
Over 10 år	0,7%
Øvrige inkl. likvide	5,1%

GLOBAL HIGH YIELD BONDS, OSUUSLAJI EUR W H

Andelsklasse under Globale High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

papirvalg. I USA trak papirvalg ned i andelsklassens resultat. Sektormæssigt trak energi, forsyningsvirksomheder og ikke-cyklisk forbrug mest ned i andelsklassens resultat.

På udstederniveau trak positionerne i energiselskaberne NFR, Rolute, Energy XXI, W&T og Sandridge ned i andelsklassens resultat. Af andre negative bidrag kan nævnes kemiselskabet Hexion, tøjfirmaet Takko, rejsebureauet EDreams Odigeo og Guitar Center. Overvægt af Shimao og kabelselskabet UnityMedia bidrog positivt til andelsklassens resultat. Andelsklassen nød også godt af ikke at have investeret i Samson, Arch Coal og Alpha Natural Resources.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den nuværende strategi afspejler en tro på stabil eller stærkere økonomisk vækst i USA og Europa. Hvis væksten bliver negativ i disse områder, vil andelsklassen formentlig give et lavere afkast end benchmark.

Prisen på råolie er faldet markant på det seneste. Vi forventer, at prisen på råolie vil holde sig forholdsvis lav i de næste seks måneder til to år. De to muligheder, som vi mener kan presse olieprisen op, er omfattende produktionsnedskæringer hos OPEC på kort sigt eller et fald i investeringerne i olieproduktion, som kan føre til nedsat produktion på længere sigt. Vi har tiltro til, at de udstedere, som vi har investeret i, er i stand til via afdækning af olieprisen, gældsoptagelse eller produktionsomkostningsforbedringer at overleve mindst frem til 2016, men hvis olieprisen ryger ned under USD 50 pr. tønde og bliver på det niveau, vil det udvande tilliden i markedet, og overvægten i oliesektoren kan vise sig at blive dyr.

I Europa har den meget lave forbrugertillid haft negativ effekt på detailsalget. Hvis de økonomiske vilkår bliver forværret, forventer vi, at obligationer med en lav kreditvurdering vil klare sig dårligere end BB-obligationer, da flugten til kvalitetspapirer inden for high yield så vil fortsætte. Vi forventer endvidere, at den større spredning i obligationskurser og -renter, som vi ser i dag, skaber muligheder for at opnå et højere afkast ved papirudvælgelse. Hvis vi ikke formår dette, kan det føre til lavere afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi har positive forventninger til andelsklassen i 2015, idet vi forventer pengepolitiske lempelser fra centralbankerne og attraktive værdiansættelser af high yield-obligationer i form af relativt lave kurser og høje kreditspænd. Vi er overbevist om, at de pengepolitiske betingelser fortsat vil understøtte udviklingen i Europa, idet både væksten og inflationen for-

bliver lav. I USA forventer vi, at Fed vil hæve den korte rente midt på året, og vi forventer, at centralbanken formentlig vil foretage forsigtige og jævnlige renteforhøjelser, da den lave inflation giver mulighed for at fokusere på at forbedre beskæftigelsen. Vi forventer, at USA går ind i en periode med selv bærende vækst, og at Europa vil opleve svage, men positive og bedre nøgletal. De igangværende obligationsopkøb i Japan og Europa har presset afkastene på kvalitetspapirer helt i bund verden over. Selvom disse programmer videreføres i 2015, forventer vi, at vi nu har set de største stigninger, og at vi herfra igen vil opleve en mere normal følsomhed over for solide økonomiske nøgletal.

For så vidt angår high yield-obligationer, forventer vi gode betingelser i 2015. Vi forventer ikke, at misligholdelser udløst af den lave oliepris vil medføre en større stigning i den samlede misligholdelsesrate i 2015 og forventer, at den samlede misligholdelsesrate vil være ca. 2 pct. Selvom nogle af de udstedere, der har oplevet store kursfald i 2014, i sidste ende vil misligholde deres lån, er der mange andre, der vil klare sig igennem til udløb. Vi forventer ikke, at energipriserne vil stige markant foreløbigt, og olieprisen vil formentlig fortsætte på det nuværende niveau, indtil tilstrækkeligt mange af de olieproducerende lande får nok af situationen og indvilger i at skære i produktionen.

Sammenfattende forventer vi, at andelsklassen i 2015 formentlig vil opnå et afkast, der ligger højere end kuponrenten. Afkastet vil svinge, indtil Fed begynder at hæve renten, og vil derefter stabilisere sig, efterhånden som investorerne opbygger tillid til gradvise renteforhøjelser. En af de risici, der er forbundet med denne prognose, er, hvis yderst positive økonomiske data får Fed til at hæve renten hurtigt og aggressivt, hvilket vil føre til indløsninger i investeringsforeningerne og meget kraftige frasalge af obligationer. En recession kan også medføre, at BB-obligationerne, hvor vi har en undervægt, klarer sig bedre end de øvrige klasser. I Europa er risikoen, at de økonomiske vilkår svækkes yderligere og et frasalge af B-obligationer som følge af øget frygt for misligholdelse. I Asien ville et større fald på boligmarkedet i Kina kunne påvirke kursen på obligationer udstedt af selv de mest robuste ejendomsselskaber.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

GLOBAL HIGH YIELD BONDS, OSUUSLAJI EUR W H

Andelsklasse under Globale High Yield-Obligationer - Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSEN

Denne note viser noteoplysninger, som er specifikke for den enkelte andelsklasse.

NØGLETAL	-	-	-	-	2014
Afkast i EUR (pct.)*	-	-	-	-	÷3,68
Benchmarkafkast i EUR (pct.)*	-	-	-	-	÷1,57
Indre værdi (EUR pr. andel)	-	-	-	-	9,63
Nettoresultat (t. DKK)*	-	-	-	-	÷1.321
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	1,19
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	-	32.277
Antal andele	-	-	-	-	450.000
Stykstørrelse i EUR	-	-	-	-	10

* 2014 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	22.5.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷1.074
Klassenspecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	248
Klassens resultat	÷1.321
Finansielle instrumenter i pct	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0
Medlemmernes formue	2014
Formueværdi i 1.000 DKK	
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i året	35.795
Indløsninger i året	÷2.215
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	19
Overførsel af periodens resultat	÷1.321
Medlemmernes formue ultimo	32.277
Antal andele	
Andele primo året	0
Emissioner i året	479.499
Indløsninger i året	÷29.499
Andele ultimo året	450.000

GLOBAL HIGH YIELD BONDS – ACCUMULATING, CLASS EUR H

Andelsklasse under Globale High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer i udenlandske high yield-virksomhedsobligationer, dvs. obligationer med lav kreditkvalitet. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for high yield-virksomhedsobligationer. Andelsklassen afdækker valutarisici, og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav et negativt afkast på 0,29 pct. målt i EUR i 2014, mens benchmark steg 2,40 pct. målt i EUR. Andelsklassens afkast var mindre tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og udviklingen i benchmark. Andelsklassens afkast for 2014 var lavere end forventet, da renterne steg, og kreditspændene, dvs. renteforskellen mellem kreditobligationer og statsobligationer udstedt i samme valuta og med samme løbetid, blev udvidet i andet halvår, særligt som følge af nedgang i energi, materialer og detailsektorerne.

Markedet

High yield-obligationerne fik en god start på 2014, idet investorerne havde en forventning om, at den amerikanske centralbank (Fed) havde signaleret en langsom udfasning

af de pengepolitiske lempelser i USA, hvilket holdt kreditspændene i ro. Obligationsrenterne i det amerikanske high yield-indeks nåede det laveste niveau nogensinde i juni til trods for, at den økonomiske vækst i USA var hæmmet af usædvanligt koldt vejr i første halvår. Tilliden vendte imidlertid i juli, hvor krisen i Ukraine blev forværret, og chefen for den amerikanske centralbank indikerede, at der var tegn på overdreven risikotagning i bl.a. markedet for højrentelån til virksomheder. Det medførte dårligt månedligt afkast for high yield-obligationer og indløsninger i investeringsforeninger. Der blev sat en ny rekord for ugentlige indløsninger i starten af august, men der sås dog hurtigt tegn på en stabilisering. I en udtalelse den 17. september meddelte Fed, at centralbanken ville begynde at nedtrappe sine obligationsopkøb i oktober, hvis betingelserne var uændrede. I Europa opstod der store udsving på markedet for high yield-obligationer som følge af et dyk i forventningerne til den fremtidige inflation samt at opsvinget i USA tog fart, mens Phones4U, en stor uafhængig mobiloperatør i England, overraskede markedet med en misligholdelse, og der var store indløsninger hos investeringsforeningerne. Denne udvikling gik primært ud over B-obligationer og hybride kreditinstrumenter. I USA sendte det kraftige fald i olieprisen markedsafkastene ned som følge af stigende forventninger til misligholdelser i markedet grundet pres på energisektoren. Lige før årsskiftet blev markedet dog løftet af opmuntrende udtalelser fra Fed om hastigheden af centralbankens renteforhøjelser, og der var købere til de energi-obligationer, der i største omfang var blevet frasolgt.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 2,69 procentpoint lavere end stigningen i benchmark. Statsrenterne steg, og kreditspændene blev udvidet i løbet af året, og det bidrog negativt til afkastet, da andelsklassen var positioneret til stigende renter og indsnævrede kreditspænd. Andelsklassens afkast blev negativt påvirket af overvægt i energisektoren og papirvalget inden for denne sektor som følge af den faldende pris på råolie mod slutningen af året.

Ratingmæssigt trak undervægt af rentefølsomme BB-obligationer og overvægt af B- og CCC-obligationer ned i andelsklassens resultat. Geografisk nød andelsklassen

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: August 2011
Risikoindeksator [1-7]: 4
Benchmark: Barclays Capital Global HY Index excluding CMBS & EMG & Non senior financials (2% issuers capped) - hedged EUR
Fondskode: DK0060294692
Porteføljerådgiver: ING Asset Management BV

VARIGHEDER

0-1 år	10,1%
1-3 år	29,7%
3-5 år	37,3%
5-10 år	17,1%
Over 10 år	0,7%
Øvrige inkl. likvide	5,1%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,27
Standardafvigelse	6,20
Tracking error	1,38
Information Ratio	-0,61
Sharpe Ratio (benchm.)	1,57
Standardafvigelse (benchm.)	5,54

Måleperiode: Sep. 2011 til dec. 2014

GLOBAL HIGH YIELD BONDS – ACCUMULATING, CLASS EUR H

Andelsklasse under Globale High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

godt af overvægten i Asien, mens papirvalget i Asien bidrog negativt til andelsklassens resultat. Undervægt i Europa trak ned i resultatet, men det blev mere end opvejet af et positivt papirvalg. I USA trak papirvalg ned i andelsklassens resultat. Sektormæssigt trak energi, forsyningsvirksomheder og ikke-cyklisk forbrug mest ned i andelsklassens resultat.

På udstederniveau trak positionerne i energiselskaberne NFR, Rolute, Energy XXI, W&T og Sandridge ned i andelsklassens resultat. Af andre negative bidrag kan nævnes kemiselskabet Hexion, tøjfirmaet Takko, rejsebureauet EDreams Odigeo og Guitar Center. Overvægt af Shimao og kabelselskabet UnityMedia bidrog positivt til andelsklassens resultat. Andelsklassen nød også godt af ikke at have investeret i Samson, Arch Coal og Alpha Natural Resources.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den nuværende strategi afspejler en tro på stabil eller stærkere økonomisk vækst i USA og Europa. Hvis væksten bliver negativ i disse områder, vil andelsklassen formentlig give et lavere afkast end benchmark.

Prisen på råolie er faldet markant på det seneste. Vi forventer, at prisen på råolie vil holde sig forholdsvis lav i de næste seks måneder til to år. De to muligheder, som vi mener kan presse olieprisen op, er omfattende produktionsnedskæringer hos OPEC på kort sigt eller et fald i investeringerne i olieproduktion, som kan føre til nedsat produktion på længere sigt. Vi har tiltro til, at de udstedere, som vi har investeret i, er i stand til via afdækning af olieprisen, gældsoptagelse eller produktionsomkostningsforbedringer at overleve mindst frem til 2016, men hvis olieprisen ryger ned under USD 50 pr. tønde og bliver på det niveau, vil det udvande tilliden i markedet, og overvægten i oliesektoren kan vise sig at blive dyr.

I Europa har den meget lave forbrugertillid haft negativ effekt på detailsalget. Hvis de økonomiske vilkår bliver forværret, forventer vi, at obligationer med en lav kreditvurdering vil klare sig dårligere end BB-obligationer, da flugten til kvalitetspapirer inden for high yield så vil fortsætte. Vi forventer endvidere, at den større spredning i obligationskurser og -renter, som vi ser i dag, skaber muligheder for at opnå et højere afkast ved papirudvælgelse. Hvis vi ikke formår dette, kan det føre til lavere afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi har positive forventninger til andelsklassen i 2015, idet vi forventer pengepolitiske lempelser fra centralbankerne og attraktive værdiansættelser af high yield-obligationer i form af relativt lave kurser og høje kreditspænd. Vi er overbeviste om, at de pengepolitiske betingelser fortsat vil understøtte

udviklingen i Europa, idet både væksten og inflationen forbliver lav. I USA forventer vi, at Fed vil hæve den korte rente midt på året, og vi forventer, at centralbanken formentlig vil foretage forsigtige og jævnlige renteforhøjelser, da den lave inflation giver mulighed for at fokusere på at forbedre beskæftigelsen. Vi forventer, at USA går ind i en periode med selv bærende vækst, og at Europa vil opleve svage, men positive og bedre nøgletal. De igangværende obligationsopkøb i Japan og Europa har presset afkastene på kvalitetspapirer helt i bund verden over. Selvom disse programmer videreføres i 2015, forventer vi, at vi nu har set de største stigninger, og at vi herfra igen vil opleve en mere normal følsomhed over for solide økonomiske nøgletal.

For så vidt angår high yield-obligationer, forventer vi gode betingelser i 2015. Vi forventer ikke, at misligholdelser udløst af den lave oliepris vil medføre en større stigning i den samlede misligholdelsesrate i 2015 og forventer, at den samlede misligholdelsesrate vil være ca. 2 pct. Selvom nogle af de udstedere, der har oplevet store kursfald i 2014, i sidste ende vil misligholde deres lån, er der mange andre, der vil klare sig igennem til udløb. Vi forventer ikke, at energipriserne vil stige markant foreløbigt, og olieprisen vil formentlig fortsætte på det nuværende niveau, indtil tilstrækkeligt mange af de olieproducerende lande får nok af situationen og indvilger i at skære i produktionen.

Sammenfattende forventer vi, at andelsklassen i 2015 formentlig vil opnå et afkast, der ligger højere end kuponrenten. Afkastet vil svinge, indtil Fed begynder at hæve renten, og vil derefter stabilisere sig, efterhånden som investorerne opbygger tillid til gradvise renteforhøjelser. En af de risici, der er forbundet med denne prognose, er, hvis yderst positive økonomiske data får Fed til at hæve renten hurtigt og aggressivt, hvilket vil føre til indløsninger i investeringsforeningerne og meget kraftige frasalge af obligationer. En recession kan også medføre, at BB-obligationerne, hvor vi har en undervægt, klarer sig bedre end de øvrige klasser. I Europa er risikoen, at de økonomiske vilkår svækkes yderligere og et frasalge af B-obligationer som følge af øget frygt for misligholdelse. I Asien ville et større fald på boligmarkedet i Kina kunne påvirke kursen på obligationer udstedt af selv de mest robuste ejendomsselskaber.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

GLOBAL HIGH YIELD BONDS – ACCUMULATING, CLASS EUR H

Andelsklasse under Globale High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSEN

Denne note viser noteoplysninger, som er specifikke for den enkelte andelsklasse.

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast i EUR (pct.)*	-	2,72	15,82	6,20	÷0,29
Benchmarkafkast i EUR (pct.)*	-	2,84	15,60	7,22	2,40
Indre værdi (EUR pr. andel)	-	10,27	11,90	12,63	12,60
Nettoresultat (t. DKK)*	-	17.373	169.897	162.972	29.090
Administrationsomkostninger (pct.)	-	1,39	1,25	1,18	1,20
ÅOP	-	1,98	1,63	1,52	1,54
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	733.267	2.574.979	2.555.764	1.186.023
Antal andele	-	9.604.992	29.011.647	27.118.882	12.646.090
Styktørrelse i EUR	-	10	10	10	10

* 2011 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014	1.1.-31.12.2013
Andel af resultat af fællesporteføljen	52.923	187.785
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	23.833	24.813
Klassens resultat	29.090	162.972
Finansielle instrumenter i pct	2014	2013
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2014	2013
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	2.555.764	2.574.979
Emissioner i året	219.909	844.862
Indløsninger i året	÷ 1.629.028	÷ 1.037.172
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	10.289	10.123
Overførsel af periodens resultat	29.090	162.972
Medlemmernes formue ultimo	1.186.023	2.555.764
Antal andele		
Andele primo året	27.118.882	29.011.647
Emissioner i året	2.289.812	9.303.114
Indløsninger i året	÷ 16.762.604	÷ 11.195.879
Andele ultimo året	12.646.090	27.118.882

GLOBAL HIGH YIELD OBLIGASJON, KLASSE NOK H

Andelsklasse under Globale High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer i udenlandske high-yield virksomhedsobligationer d.v.s. obligationer med lav kreditkvalitet. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for high yield-virksomhedsobligationer. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav et positivt afkast på 1,09 pct. i 2014 målt i NOK, mens benchmark steg 3,72 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var mindre tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og udviklingen i benchmark. Andelsklassens afkast for 2014 var lavere end forventet, da renterne steg, og kreditspændene, dvs. renteforskellen mellem kreditobligationer og statsobligationer udstedt i samme valuta og med samme løbetid, blev udvidet i andet halvår, særligt som følge af nedgang i energi, materialer og detailsektorerne.

Markedet

High yield-obligationerne fik en god start på 2014, idet investorerne havde en forventning om, at den amerikanske

centralbank (Fed) havde signaleret en langsom udfasning af de pengepolitiske lempelser i USA, hvilket holdt kreditspændene i ro. Obligationsrenterne i det amerikanske high yield-indeks nåede det laveste niveau nogensinde i juni til trods for, at den økonomiske vækst i USA var hæmmet af usædvanligt koldt vejr i første halvår. Tilliden vendte imidlertid i juli, hvor krisen i Ukraine blev forværret, og chefen for den amerikanske centralbank indikerede, at der var tegn på overdreven risikotagning i bl.a. markedet for højrentelån til virksomheder. Det medførte dårligt månedligt afkast for high yield-obligationer og indløsninger i investeringsforeninger. Der blev sat en ny rekord for ugentlige indløsninger i starten af august, men der sås dog hurtigt tegn på en stabilisering. I en udtalelse den 17. september meddelte Fed, at centralbanken ville begynde at nedtrappe sine obligationsopkøb i oktober, hvis betingelserne var uændrede. I Europa opstod der store udsving på markedet for high yield-obligationer som følge af et dyk i forventningerne til den fremtidige inflation samt at opsvinget i USA tog fart, mens Phones4U, en stor uafhængig mobiloperatør i England, overraskede markedet med en misligholdelse, og der var store indløsninger hos investeringsforeningerne. Denne udvikling gik primært ud over B-obligationer og hybride kreditinstrumenter. I USA sendte det kraftige fald i olieprisen markedsafkastene ned som følge af stigende forventninger til misligholdelser i markedet grundet pres på energisektoren. Lige før årsskiftet blev markedet dog løftet af opmuntrende udtalelser fra Fed om hastigheden af centralbankens renteforhøjelser, og der var købere til de energi-obligationer, der i største omfang var blevet frasolgt.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 2,63 procentpoint lavere end stigningen i benchmark. Statsrenterne steg, og kreditspændene blev udvidet i løbet af året, og det bidrog negativt til afkastet, da andelsklassen var positioneret til stigende renter og indsnævrede kreditspænd. Andelsklassens afkast blev negativt påvirket af overvægt i energisektoren og papirvalget inden for denne sektor som følge af den faldende pris på råolie mod slutningen af året.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: November 2013

Risikoindeksator [1-7]: 4

Benchmark: Barclays Capital Global High Yield Index excl. CMBS, EMG & Non-senior financials (2% issuer capped) hedged against NOK.

Fondskode: DK0060517316

Porteføljerådgiver: ING Asset Management BV

VARIGHEDER

0-1 år	10,5%
1-3 år	30,9%
3-5 år	38,8%
5-10 år	17,7%
Over 10 år	0,7%
Øvrige inkl. likvide	1,4%

GLOBAL HIGH YIELD OBLIGASJON, KLASSE NOK H

Andelsklasse under Globale High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

Ratingmæssigt trak undervægt af rentefølsomme BB-obligationer og overvægt af B- og CCC-obligationer ned i andelsklassens resultat. Geografisk nød andelsklassen godt af overvægten i Asien, mens papirvalget i Asien bidrog negativt til andelsklassens resultat. Undervægt i Europa trak ned i resultatet, men det blev mere end opvejet af et positivt papirvalg. I USA trak papirvalg ned i andelsklassens resultat. Sektormæssigt trak energi, forsyningsvirksomheder og ikke-cyklisk forbrug mest ned i andelsklassens resultat.

På udstederniveau trak positionerne i energiselskaberne NFR, Rolute, Energy XXI, W&T og Sandridge ned i andelsklassens resultat. Af andre negative bidrag kan nævnes kemiselskabet Hexion, tøjfirmaet Takko, rejsebureauet EDreams Odigeo og Guitar Center. Overvægt af Shimao og kabelselskabet UnityMedia bidrog positivt til andelsklassens resultat. Andelsklassen nød også godt af ikke at have investeret i Samson, Arch Coal og Alpha Natural Resources.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den nuværende strategi afspejler en tro på stabil eller stærkere økonomisk vækst i USA og Europa. Hvis væksten bliver negativ i disse områder, vil andelsklassen formentlig give et lavere afkast end benchmark.

Prisen på råolie er faldet markant på det seneste. Vi forventer, at prisen på råolie vil holde sig forholdsvis lav i de næste seks måneder til to år. De to muligheder, som vi mener kan presse olieprisen op, er omfattende produktionsnedskæringer hos OPEC på kort sigt eller et fald i investeringerne i olieproduktion, som kan føre til nedsat produktion på længere sigt. Vi har tiltro til, at de udstedere, som vi har investeret i, er i stand til via afdækning af olieprisen, gældsoptagelse eller produktionsomkostningsforbedringer at overleve mindst frem til 2016, men hvis olieprisen ryger ned under USD 50 pr. tønde og bliver på det niveau, vil det udvande tilliden i markedet, og overvægten i oliesektoren kan vise sig at blive dyr.

I Europa har den meget lave forbrugertillid haft negativ effekt på detailsalget. Hvis de økonomiske vilkår bliver forværret, forventer vi, at obligationer med en lav kreditvurdering vil klare sig dårligere end BB-obligationer, da flugten til kvalitetspapirer inden for high yield så vil fortsætte. Vi forventer endvidere, at den større spredning i obligationskurser og -renter, som vi ser i dag, skaber muligheder for at opnå et højere afkast ved papirudvælgelse. Hvis vi ikke formår dette, kan det føre til lavere afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi har positive forventninger til andelsklassen i 2015, idet vi forventer pengepolitiske lempelser fra centralbankerne og attraktive værdiansættelser af high yield-obligationer i form

af relativt lave kurser og høje kreditspænd. Vi er overbeviste om, at de pengepolitiske betingelser fortsat vil understøtte udviklingen i Europa, idet både væksten og inflationen forbliver lav. I USA forventer vi, at Fed vil hæve den korte rente midt på året, og vi forventer, at centralbanken formentlig vil foretage forsigtige og jævnlige renteforhøjelser, da den lave inflation giver mulighed for at fokusere på at forbedre beskæftigelsen. Vi forventer, at USA går ind i en periode med selv bærende vækst, og at Europa vil opleve svage, men positive og bedre nøgletal. De igangværende obligationsopkøb i Japan og Europa har presset afkastene på kvalitetspapirer helt i bund verden over. Selvom disse programmer videreføres i 2015, forventer vi, at vi nu har set de største stigninger, og at vi herfra igen vil opleve en mere normal følsomhed over for solide økonomiske nøgletal.

For så vidt angår high yield-obligationer, forventer vi gode betingelser i 2015. Vi forventer ikke, at misligholdelser udløst af den lave oliepris vil medføre en større stigning i den samlede misligholdelsesrate i 2015 og forventer, at den samlede misligholdelsesrate vil være ca. 2 pct. Selvom nogle af de udstedere, der har oplevet store kursfald i 2014, i sidste ende vil misligholde deres lån, er der mange andre, der vil klare sig igennem til udløb. Vi forventer ikke, at energipriserne vil stige markant foreløbigt, og olieprisen vil formentlig fortsætte på det nuværende niveau, indtil tilstrækkeligt mange af de olieproducerende lande får nok af situationen og indvilger i at skære i produktionen.

Sammenfattende forventer vi, at andelsklassen i 2015 formentlig vil opnå et afkast, der ligger højere end kuponrenten. Afkastet vil svinge, indtil Fed begynder at hæve renten, og vil derefter stabilisere sig, efterhånden som investorerne opbygger tillid til gradvise renteforhøjelser. En af de risici, der er forbundet med denne prognose, er, hvis yderst positive økonomiske data får Fed til at hæve renten hurtigt og aggressivt, hvilket vil føre til indløsninger i investeringsforeningerne og meget kraftige frasalge af obligationer. En recession kan også medføre, at BB-obligationerne, hvor vi har en undervægt, klarer sig bedre end de øvrige klasser. I Europa er risikoen, at de økonomiske vilkår svækkes yderligere og et frasalge af B-obligationer som følge af øget frygt for misligholdelse. I Asien ville et større fald på boligmarkedet i Kina kunne påvirke kursen på obligationer udstedt af selv de mest robuste ejendomsselskaber.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

GLOBAL HIGH YIELD OBLIGASJON, KLASSE NOK H

Andelsklasse under Globale High Yield-Obligationer - Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSEN

Denne note viser noteoplysninger, som er specifikke for den enkelte andelsklasse.

NØGLETAL	-	-	-	2013	2014
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	1,33	1,09
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	1,26	3,72
Indre værdi (NOK pr. andel)	-	-	-	101,33	102,43
Nettoresultat (t. DKK)*	-	-	-	631	÷10.895
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	1,23	1,25
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	170.057	144.204
Antal andele	-	-	-	1.880.569	1.715.215
Stykstørrelse i NOK	-	-	-	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014	5.11.-31.12.2013
Andel af resultat af fællesporteføljen	7.564	1.837
Klassespecifikke transaktioner:		
Terminsforetninger	÷15.318	÷972
Administrationsomkostninger	3.141	235
Klassens resultat	÷10.895	631
Finansielle instrumenter i pct	2014	2013
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2014	2013
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	170.057	0
Emissioner i året	211.260	169.251
Indløsninger i året	÷228.570	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	2.352	175
Overførsel af periodens resultat	÷10.895	631
Medlemmernes formue ultimo	144.204	170.057
Antal andele		
Andele primo året	1.880.569	0
Emissioner i året	2.275.479	1.880.569
Indløsninger i året	÷2.440.833	0
Andele ultimo året	1.715.215	1.880.569

GLOBALA HIGH YIELD-OBLIGATIONER, KLASSE SEK H

Andelsklasse under Globale High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer i udenlandske high yield-virksomhedsobligationer d.v.s. obligationer med lav kreditkvalitet. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for high yield-virksomhedsobligationer. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekset er andelsklassen placeret i kategori 4 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav et negativt afkast på 0,10 pct. i 2014 målt i SEK, mens benchmark steg 2,83 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var mindre tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og udviklingen i benchmark. Andelsklassens afkast for 2014 var lavere end forventet, da renterne steg, og kreditspændene, dvs. renteforskellen mellem kreditobligationer og statsobligationer udstedt i samme valuta og med samme løbetid, blev udvidet i andet halvår, særligt som følge af nedgang i energi, materialer og detailsektorerne.

Markedet

High yield-obligationerne fik en god start på 2014, idet investorerne havde en forventning om, at den amerikanske

centralbank (Fed) havde signaleret en langsom udfasning af de pengepolitiske lempelser i USA, hvilket holdt kreditspændene i ro. Obligationsrenterne i det amerikanske high yield-indeks nåede det laveste niveau nogensinde i juni til trods for, at den økonomiske vækst i USA var hæmmet af usædvanligt koldt vejr i første halvår. Tilliden vendte imidlertid i juli, hvor krisen i Ukraine blev forværret, og chefen for den amerikanske centralbank indikerede, at der var tegn på overdreven risikotagning i bl.a. markedet for højrentelån til virksomheder. Det medførte dårligt månedligt afkast for high yield-obligationer og indløsninger i investeringsforeninger. Der blev sat en ny rekord for ugentlige indløsninger i starten af august, men der sås dog hurtigt tegn på en stabilisering. I en udtalelse den 17. september meddelte Fed, at centralbanken ville begynde at nedtrappe sine obligationsopkøb i oktober, hvis betingelserne var uændrede. I Europa opstod der store udsving på markedet for high yield-obligationer som følge af et dyk i forventningerne til den fremtidige inflation samt at opsvinget i USA tog fart, mens Phones4U, en stor uafhængig mobiloperatør i England, overraskede markedet med en misligholdelse, og der var store indløsninger hos investeringsforeningerne. Denne udvikling gik primært ud over B-obligationer og hybride kreditinstrumenter. I USA sendte det kraftige fald i olieprisen markedsafkastene ned som følge af stigende forventninger til misligholdelser i markedet grundet pres på energisektoren. Lige før årsskiftet blev markedet dog løftet af opmuntrende udtalelser fra Fed om hastigheden af centralbankens renteforhøjelser, og der var købere til de energi-obligationer, der i største omfang var blevet frasolgt.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 2,93 procentpoint lavere end stigningen i benchmark.

Statsrenterne steg, og kreditspændene blev udvidet i løbet af året, og det bidrog negativt til afkastet, da andelsklassen var positioneret til stigende renter og indsnævrede kreditspænd. Andelsklassens afkast blev negativt påvirket af overvægt i energisektoren og papirvalget inden for denne sektor som følge af den faldende pris på råolie mod slutningen af året.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: December 2012
Risikoindeks (1-7): 4
Benchmark: Barclays Capital Global High Yield Index excl. CMBS, EMG & Non-senior financials (2% issuer capped) hedged against SEK.
Fondskode: DK0060486173
Porteføljerådgiver: ING Asset Management BV

VARIGHEDER

0-1 år	10,3%
1-3 år	30,4%
3-5 år	38,2%
5-10 år	17,5%
Over 10 år	0,7%
Øvrige inkl. likvide	2,9%

GLOBALA HIGH YIELD-OBLIGATIONER, KLASSE SEK H

Andelsklasse under Globale High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

Ratingmæssigt trak undervægt af rentefølsomme BB-obligationer og overvægt af B- og CCC-obligationer ned i andelsklassens resultat. Geografisk nød andelsklassen godt af overvægten i Asien, mens papirvalget i Asien bidrog negativt til andelsklassens resultat. Undervægt i Europa trak ned i resultatet, men det blev mere end opvejet af et positivt papirvalg. I USA trak papirvalg ned i andelsklassens resultat. Sektormæssigt trak energi, forsyningsvirksomheder og ikke-cyklisk forbrug mest ned i andelsklassens resultat.

På udstederniveau trak positionerne i energiselskaberne NFR, Resolute, Energy XXI, W&T og Sandridge ned i andelsklassens resultat. Af andre negative bidrag kan nævnes kemiselskabet Hexion, tøjfirmaet Takko, rejsebureauet EDreams Odigeo og Guitar Center. Overvægt af Shimao og kabelselskabet UnityMedia bidrog positivt til andelsklassens resultat. Andelsklassen nød også godt af ikke at have investeret i Samson, Arch Coal og Alpha Natural Resources.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den nuværende strategi afspejler en tro på stabil eller stærkere økonomisk vækst i USA og Europa. Hvis væksten bliver negativ i disse områder, vil andelsklassen formentlig give et lavere afkast end benchmark.

Prisen på råolie er faldet markant på det seneste. Vi forventer, at prisen på råolie vil holde sig forholdsvis lav i de næste seks måneder til to år. De to muligheder, som vi mener kan presse olieprisen op, er omfattende produktionsnedskæringer hos OPEC på kort sigt eller et fald i investeringerne i olieproduktion, som kan føre til nedsat produktion på længere sigt. Vi har tiltro til, at de udstedere, som vi har investeret i, er i stand til via afdækning af olieprisen, gældsoptagelse eller produktionsomkostningsforbedringer at overleve mindst frem til 2016, men hvis olieprisen ryger ned under USD 50 pr. tønde og bliver på det niveau, vil det udvande tilliden i markedet, og overvægten i oliesektoren kan vise sig at blive dyr.

I Europa har den meget lave forbrugertillid haft negativ effekt på detailsalget. Hvis de økonomiske vilkår bliver forværret, forventer vi, at obligationer med en lav kreditvurdering vil klare sig dårligere end BB-obligationer, da flugten til kvalitetspapirer inden for high yield så vil fortsætte. Vi forventer endvidere, at den større spredning i obligationskurser og -renter, som vi ser i dag, skaber muligheder for at opnå et højere afkast ved papirudvælgelse. Hvis vi ikke formår dette, kan det føre til lavere afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi har positive forventninger til andelsklassen i 2015, idet vi forventer pengepolitiske lempelser fra centralbankerne og attraktive værdiansættelser af high yield-obligationer i form

af relativt lave kurser og høje kreditspænd. Vi er overbeviste om, at de pengepolitiske betingelser fortsat vil understøtte udviklingen i Europa, idet både væksten og inflationen forbliver lav. I USA forventer vi, at Fed vil hæve den korte rente midt på året, og vi forventer, at centralbanken formentlig vil foretage forsigtige og jævnlige renteforhøjelser, da den lave inflation giver mulighed for at fokusere på at forbedre beskæftigelsen. Vi forventer, at USA går ind i en periode med selv bærende vækst, og at Europa vil opleve svage, men positive og bedre nøgletal. De igangværende obligationsopkøb i Japan og Europa har presset afkastene på kvalitetspapirer helt i bund verden over. Selvom disse programmer videreføres i 2015, forventer vi, at vi nu har set de største stigninger, og at vi herfra igen vil opleve en mere normal følsomhed over for solide økonomiske nøgletal.

For så vidt angår high yield-obligationer, forventer vi gode betingelser i 2015. Vi forventer ikke, at misligholdelser udløst af den lave oliepris vil medføre en større stigning i den samlede misligholdelsesrate i 2015 og forventer, at den samlede misligholdelsesrate vil være ca. 2 pct. Selvom nogle af de udstedere, der har oplevet store kursfald i 2014, i sidste ende vil misligholde deres lån, er der mange andre, der vil klare sig igennem til udløb. Vi forventer ikke, at energipriserne vil stige markant foreløbigt, og olieprisen vil formentlig fortsætte på det nuværende niveau, indtil tilstrækkeligt mange af de olieproducerende lande får nok af situationen og indvilger i at skære i produktionen.

Sammenfattende forventer vi, at andelsklassen i 2015 formentlig vil opnå et afkast, der ligger højere end kuponrenten. Afkastet vil svinge, indtil Fed begynder at hæve renten, og vil derefter stabilisere sig, efterhånden som investorerne opbygger tillid til gradvise renteforhøjelser. En af de risici, der er forbundet med denne prognose, er, hvis yderst positive økonomiske data får Fed til at hæve renten hurtigt og aggressivt, hvilket vil føre til indløsninger i investeringsforeningerne og meget kraftige frasalge af obligationer. En recession kan også medføre, at BB-obligationerne, hvor vi har en undervægt, klarer sig bedre end de øvrige klasser. I Europa er risikoen, at de økonomiske vilkår svækkes yderligere og et frasalge af B-obligationer som følge af øget frygt for misligholdelse. I Asien ville et større fald på boligmarkedet i Kina kunne påvirke kursen på obligationer udstedt af selv de mest robuste ejendomsselskaber.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

GLOBALA HIGH YIELD-OBLIGATIONER, KLASSE SEK H

Andelsklasse under Globale High Yield-Obligationer - Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSEN

Denne note viser noteoplysninger, som er specifikke for den enkelte andelsklasse.

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast i SEK (pct.)*	-	-	0,73	6,91	÷0,10
Benchmarkafkast i SEK (pct.)*	-	-	-	8,26	2,83
Indre værdi (SEK pr. andel)	-	-	100,73	107,69	107,59
Nettoresultat (t. DKK)*	-	-	2.826	8.804	÷31.201
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	1,30	1,25	1,24
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	214.130	409.828	314.722
Antal andele	-	-	2.443.757	4.511.880	3.718.488
Stykstørrelse i SEK	-	-	100	100	100

* 2012 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014	1.1.-31.12.2013
Andel af resultat af fællesporteføljen	4.918	22.466
Klassenspecifikke transaktioner:		
Terminforretninger	÷30.323	÷10.216
Administrationsomkostninger	5.796	3.445
Klassens resultat	÷31.201	8.804
Finansielle instrumenter i pct	2014	2013
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2014	2013
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	409.828	214.130
Emissioner i året	172.907	237.108
Indløsninger i året	÷239.123	÷52.494
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	2.311	2.280
Overførsel af periodens resultat	÷31.201	8.804
Medlemmernes formue ultimo	314.722	409.828
Antal andele		
Andele primo året	4.511.880	2.443.757
Emissioner i året	1.891.784	2.654.881
Indløsninger i året	÷2.685.176	÷586.758
Andele ultimo året	3.718.488	4.511.880

GLOBALE LANGE INDEKSobligationER

Globale indeksobligationer, hvor afkastet er knyttet til udviklingen i inflationsindeks indenfor OECD. Hovedparten af afdelingens investeringer afdækkes mod danske kroner. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i indeksobligationer primært udstedt af OECD-lande eller er garanteret af et eller flere OECD-lande, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for indeksobligationer globalt. Afdelingen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 3 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 9,02 pct., mens benchmark steg 8,81 pct. Afkastet var meget tilfredsstillende set i forhold til konkurrenter og udviklingen i benchmark. Afdelingens afkast indfrie vores forventning om et positivt afkast, der var højere end afkastet på sammenlignelige almindelige statsobligationer.

Markedet

De globale indeksobligationsmarkeder leverede et positivt afkast i 2014. Det positive afkast skyldes især et fald i ren-

terne på lange indeksobligationer i USA og Storbritannien. Inflationsforventningerne på særligt korte indeksobligationer faldt i 2014. Olieprisen faldt kraftigt, og analytikerne nedjusterede deres skøn for inflationen i euroområdet markant i løbet af året. Den lave inflation fik ECB til at sænke renten og lancere et opkøbsprogram. Japan hævede moms i 2014, og Bank of Japan øgede sit opkøbsprogram af japanske statsobligationer.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,21 procentpoint højere end stigningen i benchmark. Afdelingen havde et positivt bidrag til det relative afkast fra en overvægt i lange amerikanske og engelske indeksobligationer. Afdelingen havde et negativt bidrag til det relative afkast fra en overvægt i korte amerikanske og europæiske indeksobligationer.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den største risiko ved markedsudviklingen i 2015 er, at væksten accelererer kraftigt, mens inflationen forbliver lav. I det miljø vil alle renter stige, herunder også realrenterne på indeksobligationer.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at centralbanken i USA vil hæve renten i løbet af 2015, hvis ikke økonomien igen viser svaghedstegn. Omvendt venter vi, at ECB vil lempe pengepolitikken ved at foretage yderligere opkøb af obligationer. Vi vurderer, at inflationen vil forblive lav i 2015, men at den vil tiltage henover året. I forhold til markedets meget moderate inflationsforventninger vurderer vi, at der er plads til positive overraskelser.

For 2015 er det forventningen, at afdelingen som følge af de lave renter opnår et lavt om end et positivt afkast. Vi forventer, at afkastet på globale indeksobligationer bliver højere end sammenlignelige almindelige statsobligationer i tråd med at inflationsforventningerne opjusteres.

Ved årets indgang har afdelingen en overvægt af lange amerikanske og engelske indeksobligationer mod en undervægt af indeksobligationer med kortere løbetider. Afdelingen har

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Juli 2009
Risikoindikator [1-7]: 3
Benchmark: Barclays World Govt Inflation-Linked Bond Index All Maturities hedget til DKK
Fondskode: DK0060187771
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	12,2%
1-3 år	19,2%
3-5 år	21,3%
5-10 år	27,3%
Over 10 år	20,6%
Øvrige inkl. likvide	-0,6%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,87
Standardafvigelse	4,58
Tracking error	0,48
Information Ratio	-0,46
Sharpe Ratio (benchm.)	0,94
Standardafvigelse (benchm.)	4,47

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

GLOBALE LANGE INDEKS OblIGATIONER



endvidere en overvægt af indeksobligationer knyttet til euro inflation mod en undervægt i indeksobligationer knyttet til fransk inflation.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa. Det nuværende renteniveau er dog lavt i historisk perspektiv, og der er risiko for stigende renter.

GLOBALE LANGE INDEKSOBLIGATIONER

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	21.885	28.632
I alt renter og udbytter	21.885	28.632
Kursgevinster og -tab:		
2 Obligationer	277.883	÷255.169
Afledte finansielle instr:	÷153.566	45.948
Valutakonti	17.325	40.818
Øvrige aktiver/passiver	26	÷28
3 Handelsomkostninger	÷99	÷142
I alt kursgevinster og -tab	141.567	÷168.573
I alt indtægter	163.452	÷139.941
4 Administrationsomkostninger	11.638	14.781
Resultat før skat	151.814	÷154.723
Skat	0	0
Årets nettoresultat	151.814	÷154.723
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	135.433	÷8.498
Overført fra sidste år	÷174.529	290
I alt formuebevægelser	÷39.096	÷8.208
Til disposition	112.718	÷162.930
5 Til rådighed for udlodning	÷145.976	÷174.529
Overført til udlodning næste år	÷145.976	÷174.529
Overført til formuen	258.693	11.599

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	11.480	9.102
I alt likvide midler	11.480	9.102
Obligationer:		
Not. obl. fra danske udstedere	22.414	0
Not. obl. fra udl. udstedere	1.190.574	2.150.003
Unoterede obligationer	29.323	23.898
I alt obligationer	1.242.310	2.173.900
Afl. finansielle instr.:		
Unot. afl. finansielle instr:	464	3.859
I alt afledte finansielle instr.	464	3.859
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter; udbytter m.m.	4.910	9.353
Mellemvær. vedr. handelsaf v.	0	95
I alt andre aktiver	4.910	9.448
Aktiver i alt	1.259.165	2.196.309
PASSIVER		
6 Medlemmernes formue	1.235.090	2.177.697
Afledte finansielle instrumenter:		
Unot. afl. finansielle instr:	18.597	7.254
I alt afledte finansielle instr.	18.597	7.254
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	417	3.110
Mellemvær. vedr. handelsaf v.	5.062	8.248
I alt anden gæld	5.479	11.358
Passiver i alt	1.259.165	2.196.309

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	5,54	11,40	4,76	÷6,67	9,02
Benchmarkafkast (pct.)	5,49	11,60	5,23	÷6,00	8,81
Indre værdi (DKK pr. andel)	106,82	112,14	110,53	93,32	101,74
Nettoresultat (t.DKK)	79.079	233.080	127.442	÷154.723	151.814
Udbytte (DKK pr. andel)	6,25	6,75	10,80	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	0,59	0,64	0,64	0,63	0,65
ÅOP	0,81	0,85	0,86	0,84	0,84
Omsætningshastighed (antal gange)	0,50	0,80	0,86	1,12	1,42
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.726.749	2.527.661	2.431.429	2.177.697	1.235.090
Antal andele	16.164.742	22.540.843	21.998.868	23.335.818	12.139.852
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

GLOBALE LANGE INDEKSobligationer

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE (FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	21	3
Noterede obligationer fra danske udstedere	34	0
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	19.531	28.396
Unoterede obligationer	2.299	232
I alt renteindtægter	21.885	28.632

NOTE 2: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede obligationer fra danske udstedere	2.908	0
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	263.274	÷251.959
Unoterede obligationer	11.701	÷3.210
Terminforretninger/futures m.m.	÷153.566	45.948
Valutakonti	17.325	40.818
Øvrige aktiver/passiver	26	÷28
Handelsomkostninger	÷99	÷142
I alt kursgevinster og -tab	141.567	÷168.573

NOTE 3: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷125	÷179
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	26	37
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷99	÷142

NOTE 4: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	16
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	14
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	9
Markedsføringsomkostninger	0	0	4.031	547
Gebyrer til depotselskab	0	0	1.189	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	1.734	42
Øvrige omkostninger	213	74	189	181
Managementhonorar	9.087	0	6.397	0
Fast administrationshonorar	2.265	0	431	0
I alt opdelte adm.omk.	11.564	74	13.972	809
I alt adm.omkostninger		11.638		14.781

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne mv., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 5: TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	21.885	28.632
Kursgevinst til udlodning	÷125.363	138.561
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	11.638	14.781
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	135.433	÷8.498
Fremførbare tab fra sidste år	0	÷333.610
Udlodning overført fra sidste år	÷174.529	290
I alt til rådighed for udlodning, brutto	÷154.212	÷189.406

Negativ rådighedsbeleb som ikke overføres til næste år	÷8.237	÷14.877
I alt til rådighed for udlodning, netto	÷145.976	÷174.529

NOTE 6: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	23.335.818	2.177.697	21.998.868	2.431.429
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		0		÷237.588
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		0		17.607
Emissioner i året	999.089	96.511	7.849.471	766.906
Indløsninger i året	÷12.195.055	÷1.193.044	÷6.512.521	÷649.059
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		2.112		3.125
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		÷135.433		8.498
Overført til udlodning fra sidste år		174.529		÷290
Overført til udlodning næste år		÷145.976		÷174.529
Overførsel af periodens resultat		258.693		11.599
I alt medlemmernes formue	12.139.852	1.235.090	23.335.818	2.177.697

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014		2013	
Finansielle instrumenter i pct.				
Børsnoterede finansielle instrumenter		98,2		98,7
Øvrige finansielle instrumenter		0,9		0,9
I alt finansielle instrumenter		99,1		99,6
Øvrige aktiver og passiver		0,9		0,4
I alt		100,0		100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

GLOBALE LANGE INDEKSobligationer – AKKUMULERENDE KL

Globale indeksobligationer, hvor afkastet er knyttet til udviklingen i inflationsindeks indenfor OECD. Valutarisikoen er begrænset, da andelsklasserne valutaafdækkes mod deres udstedelsesvaluta. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingen udbydes i fire andelsklasser:

- Global Realrente Obligasjon, klasse NOK h
- Globala Realräntor, klass SEK h
- Globale Lange Indeksobligationer - Akkumulerende, klasse DKK h
- Reallikorko Maailma, osuuslaji EUR h

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på de følgende sider.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes også på de følgende sider.

Nøgletal for indre værdier, afkast og omkostninger m.m. beregnes for hver klasse.

GLOBALE LANGE INDEKS OblIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	37.731	51.710
2 Renteudgifter	0	11
I alt renter og udbytter	37.731	51.699
3 Kursgevinster og -tab:		
Obligationer	461.962	÷473.386
Afledte finansielle instr.	÷251.755	76.921
Valutakonti	29.374	71.937
Øvrige aktiver/passiver	4	÷4
4 Handelsomkostninger	÷81	÷129
I alt kursgevinster og -tab	239.504	÷324.662
I alt indtægter	277.235	÷272.963
5 Administrationsomkostninger	20.236	27.661
Resultat før skat	256.999	÷300.624
Skat	0	0
Årets nettoresultat	256.999	÷300.624
Overført til formuen	256.999	÷300.624

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	5.900	19.504
I alt likvide midler	5.900	19.504
Obligationer:		
Not. obl. fra danske udstedere	29.885	0
Not. obl. fra udl. udstedere	1.782.377	3.793.966
Unoterede obligationer	43.984	41.983
I alt obligationer	1.856.245	3.835.948
Afl. finansielle instr.:		
Unot. afl. finansielle instr.	944	11.057
I alt afledte finansielle instr.	944	11.057
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	7.496	16.436
Mellemvær. vedr. handelsaf v.	3	0
I alt andre aktiver	7.499	16.436
Aktiver i alt	1.870.589	3.882.945
PASSIVER		
6 Medlemmernes formue	1.841.626	3.858.324
Afledte finansielle instrumenter:		
Unot. afl. finansielle instr.	28.341	12.613
I alt afledte finansielle instr.	28.341	12.613
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	621	5.485
Mellemvær. vedr. handelsaf v.	0	6.524
I alt anden gæld	621	12.008
Passiver i alt	1.870.589	3.882.945

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Nettoresultat (t.DKK)	341.512	404.478	179.696	÷300.624	256.999
Omsætningshastighed (antal gange)	0,61	0,59	0,90	1,15	1,39
Medlemmernes formue (t.DKK)	5.793.451	3.670.078	4.342.889	3.858.324	1.841.626

GLOBALE LANGE INDEKSobligationer – AKKUMULERENDE KL

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE (FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	50	±3
Noterede obligationer fra danske udstedere	49	0
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	33.651	51.309
Unoterede obligationer	3.981	404
I alt renteindtægter	37.731	51.710

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2014	2013
Andre renteudgifter	0	11
I alt renteudgifter	0	11

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede obligationer fra danske udstedere	4.205	0
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	440.439	±467.846
Unoterede obligationer	17.318	±5.540
Terminforretninger/futures m.m.	±251.755	76.921
Valutakonti	29.374	71.937
Øvrige aktiver/passiver	4	±4
Handelsomkostninger	±81	±129
I alt kursgevinster og -tab	239.504	±324.662

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	±105	±164
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	24	35
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	±81	±129

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	29
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	25
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	16
Markedsføringsomkostninger	0	0	7.444	975
Gebyrer til depotselskab	0	0	3.055	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	3.072	79
Øvrige omkostninger	378	133	289	320
Managementhonorar	15.692	0	11.597	0
Fast administrationshonorar	4.034	0	760	0
I alt opdelte adm.omk.	20.104	133	26.218	1.443
I alt adm.omkostninger		20.236		27.661

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne m.v., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 6: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo		3.858.324		4.342.889
Emissioner i året		124.367		1.240.110
Indløsninger i året		±2.401.963		±1.430.693
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		3.900		6.643
Overførsel af periodens resultat		256.999		±300.624
I alt medlemmernes formue		1.841.626		3.858.324

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,4	98,3
Øvrige finansielle instrumenter	0,9	1,0
I alt finansielle instrumenter	99,3	99,3
Øvrige aktiver og passiver	0,7	0,7
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallevej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

GLOBAL REALRENTE OBLIGASJON, KLASSE NOK H

Andelsklasse under Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i indeksobligationer primært udstedt af OECD-lande eller er garanteret af et eller flere OECD-lande, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for indeksobligationer globalt. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2014 et afkast på 11,68 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 10,58 pct. målt i NOK. Afkastet var tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og udviklingen i benchmark. Andelsklassens afkast indfrie vores forventning om et positivt afkast, der var højere end afkastet på sammenlignelige almindelige statsobligationer.

Markedet

De globale indeksobligationsmarkeder leverede et positivt afkast i 2014. Det positive afkast skyldes især et fald i renterne på lange indeksobligationer i USA og Storbritannien. Inflationsforventningerne på særligt korte indeksobligationer faldt i 2014. Olieprisen faldt kraftigt, og analytikerne nedjusterede deres skøn for inflationen i euroområdet markant i

løbet af året. Den lave inflation fik ECB til at sænke renten og lancere et opkøbsprogram. Japan hævede moms i 2014, og Bank of Japan øgede sit opkøbsprogram af japanske statsobligationer.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 1,10 procentpoint højere end stigningen i benchmark. Andelsklassen havde et positivt bidrag til det relative afkast fra en overvægt i lange amerikanske og engelske indeksobligationer. Andelsklassen havde et negativt bidrag til det relative afkast fra en overvægt i korte amerikanske og europæiske indeksobligationer.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den største risiko ved markedsudviklingen i 2015 er, at væksten accelererer kraftigt mens inflationen forbliver lav. I det miljø vil alle renter stige, herunder også realrenterne på indeksobligationer.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at centralbanken i USA vil hæve renten i løbet af 2015, hvis ikke økonomien igen viser svaghedstegn. Omvendt venter vi, at ECB vil lempe pengepolitikken ved at foretage yderligere opkøb af obligationer. Vi vurderer, at inflationen vil forblive lav i 2015, men at den vil tiltage henover året. I forhold til markedets meget moderate inflationsforventninger vurderer vi, at der er plads til positive overraskelser.

For 2015 er det forventningen, at andelsklassen som følge af de lave renter opnår et lavt om end et positivt afkast. Vi forventer, at afkastet på globale indeksobligationer bliver højere end sammenlignelige almindelige statsobligationer i tråd med at inflationsforventningerne opjusteres.

Ved årets indgang har andelsklassen en overvægt af lange amerikanske og engelske indeksobligationer mod en undervægt af indeksobligationer med kortere løbetider. Andelsklassen har endvidere en overvægt af indeksobligationer knyttet til euro inflation mod en undervægt i indeksobligationer knyttet til fransk inflation.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: November 2013
Risikoindeksator [1-7]: 4
Benchmark: Barclays World Govt Inflation Linked-Bond index All Maturities hedget til NOK
Fondskode: DK0060517589
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	12,3%
1-3 år	19,2%
3-5 år	20,8%
5-10 år	26,9%
Over 10 år	21,2%
Øvrige inkl. likvide	-0,4%

GLOBAL REALRENTE OBLIGASJON, KLASSE NOK H

Andelsklasse under Globale Lange Indeksobligationer - Akkumulerende KL

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa. Det nuværende renteniveau er dog lavt i historisk perspektiv, og der er risiko for stigende renter.

GLOBAL REALRENTE OBLIGASJON, KLASSE NOK H

Andelsklasse under Globale Lange Indeksobligationer - Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSEN

Denne note viser noteoplysninger, som er specifikke for den enkelte andelsklasse.

NØGLETAL	-	-	-	2013	2014
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	÷ 1,78	11,68
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	÷ 1,42	10,58
Indre værdi (NOK pr. andel)	-	-	-	98,22	109,69
Nettoresultat (t. DKK)*	-	-	-	÷ 1.421	6.978
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	0,71	0,70
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	54.532	13.466
Antal andele	-	-	-	622.162	149.579
Stykstørrelse i NOK	-	-	-	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014	7.11.-31.12.2013
Andel af resultat af fællesporteføljen	7.343	÷873
Klassespecifikke transaktioner:		
Terminforretninger	191	÷515
Administrationsomkostninger	556	33
Klassens resultat	6.978	÷1.421
Finansielle instrumenter i pct	2014	2013
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2014	2013
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	54.532	0
Emissioner i året	40.490	55.849
Indløsninger i året	÷88.767	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	233	104
Overførsel af periodens resultat	6.978	÷1.421
Medlemmernes formue ultimo	13.466	54.532
Antal andele		
Andele primo året	622.162	0
Emissioner i året	459.792	622.162
Indløsninger i året	÷932.375	0
Andele ultimo året	149.579	622.162

GLOBALA REALRÄNTOR, KLASS SEK H

Andelsklasse under Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i indeksobligationer primært udstedt af OECD-lande eller er garanteret af et eller flere OECD-lande, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for indeksobligationer globalt. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 3 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2014 et afkast på 9,97 pct. målt i SEK, mens benchmark steg 9,54 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast indfrie vores forventning om et positivt afkast, der var højere end afkastet på sammenlignelige almindelige statsobligationer. Afkastet var tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og udviklingen i benchmark.

Markedet

De globale indeksobligationsmarkeder leverede et positivt afkast i 2014. Det positive afkast skyldes især et fald i renterne på lange indeksobligationer i USA og Storbritannien. Inflationsforventningerne på særligt korte indeksobligationer faldt i 2014. Olieprisen faldt kraftigt, og analytikerne nedjusterede deres skøn for inflationen i euroområdet markant i

løbet af året. Den lave inflation fik ECB til at sænke renten og lancere et opkøbsprogram. Japan hævede moms i 2014, og Bank of Japan øgede sit opkøbsprogram af japanske statsobligationer.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,43 procentpoint højere end stigningen i benchmark. Andelsklassen havde et positivt bidrag til det relative afkast fra en overvægt i lange amerikanske og engelske indeksobligationer. Andelsklassen havde et negativt bidrag til det relative afkast fra en overvægt i korte amerikanske og europæiske indeksobligationer.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den største risiko ved markedsudviklingen i 2015 er, at væksten accelererer kraftigt mens inflationen forbliver lav. I det miljø vil alle renter stige, herunder også realrenterne på indeksobligationer.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at centralbanken i USA vil hæve renten i løbet af 2015, hvis ikke økonomien igen viser svaghedstegn. Omvendt venter vi, at ECB vil lempe pengepolitikken ved at foretage yderligere opkøb af obligationer. Vi vurderer, at inflationen vil forblive lav i 2015, men at den vil tiltage henover året. I forhold til markedets meget moderate inflationsforventninger vurderer vi, at der er plads til positive overraskelser.

For 2015 er det forventningen, at andelsklassen som følge af de lave renter opnår et lavt om end et positivt afkast. Vi forventer, at afkastet på globale indeksobligationer bliver højere end sammenlignelige almindelige statsobligationer i tråd med at inflationsforventningerne opjusteres.

Ved årets indgang har andelsklassen en overvægt af lange amerikanske og engelske indeksobligationer mod en undervægt af indeksobligationer med kortere løbetider. Andelsklassen har endvidere en overvægt af indeksobligationer knyttet til euro inflation mod en undervægt i indeksobligationer knyttet til fransk inflation.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: August 2010
Risikoindeksator [1-7]: 3
Benchmark: Barclays World Govt Inflation Linked-Bond index All Maturities hedget til SEK
Fondskode: DK0060485605
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	12,5%
1-3 år	19,4%
3-5 år	21,1%
5-10 år	27,2%
Over 10 år	21,4%
Øvrige inkl. likvide	-1,6%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,87
Standardafvigelse	4,84
Tracking error	0,95
Information Ratio	-0,75
Sharpe Ratio (benchm.)	1,06
Standardafvigelse (benchm.)	4,65

Måleperiode: Sep. 2010 til dec. 2014

GLOBALA REALRÄNTOR, KLASS SEK H

Andelsklasse under Globale Lange Indeksobligationer - Akkumulerende KL

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa. Det nuværende renteniveau er dog lavt i historisk perspektiv, og der er risiko for stigende renter.

GLOBALA REALRÄNTOR, KLASS SEK H

Andelsklasse under Globale Lange Indeksobligationer - Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSEN

Denne note viser noteoplysninger, som er specifikke for den enkelte andelsklasse.

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast i SEK (pct.)*	÷1,26	11,47	6,66	÷5,59	9,97
Benchmarkafkast i SEK (pct.)*	÷0,04	13,17	7,33	÷4,91	9,54
Indre værdi (SEK pr. andel)	98,74	110,06	117,39	110,83	121,87
Nettoresultat (t. DKK)*	876	3.362	2.563	÷13.225	7.392
Administrationsomkostninger (pct.)	0,72	0,69	0,71	0,68	0,69
Medlemmernes formue (t.DKK)	107.458	22.077	28.226	202.922	84.732
Antal andele	1.317.147	240.177	276.410	2.171.625	884.069
Stykstørrelse i SEK	100	100	100	100	100

* 2010 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014	1.1.-31.12.2013
Andel af resultat af fællesporteføljen	15.045	÷10.542
Klassenspecifikke transaktioner:		
Terminforretninger	÷6.424	÷1.955
Administrationsomkostninger	1.230	727
Klassens resultat	7.392	÷13.225
Finansielle instrumenter i pct	2014	2013
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2014	2013
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	202.922	28.226
Emissioner i året	27.329	194.619
Indløsninger i året	÷153.203	÷7.202
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	292	503
Overførsel af periodens resultat	7.392	÷13.225
Medlemmernes formue ultimo	84.732	202.922
Antal andele		
Andele primo året	2.171.625	276.410
Emissioner i året	284.917	1.969.042
Indløsninger i året	÷1.572.473	÷73.827
Andele ultimo året	884.069	2.171.625

GLOBALE LANGE INDEKS OblIGATIONER – AKK., KLASSE DKK H

Andelsklasse under Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i indeksobligationer primært udstedt af OECD-lande eller er garanteret af et eller flere OECD-lande, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for indeksobligationer globalt. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 3 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2014 et afkast på 9,03 pct., mens benchmark steg 8,81 pct. Afkastet var meget tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og udviklingen i benchmark. Andelsklassens afkast indfriele vores forventning om et positivt afkast, der var højere end afkastet på sammenlignelige almindelige statsobligationer.

Markedet

De globale indeksobligationsmarkeder leverede et positivt afkast i 2014. Det positive afkast skyldes især et fald i renterne på lange indeksobligationer i USA og Storbritannien. Inflationsforventningerne på særligt korte indeksobligationer faldt i 2014. Olieprisen faldt kraftigt, og analytikerne nedjusterede deres skøn for inflationen i euroområdet markant i

løbet af året. Den lave inflation fik ECB til at sænke renten og lancere et opkøbsprogram. Japan hævede moms i 2014, og Bank of Japan øgede sit opkøbsprogram af japanske statsobligationer.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,22 procentpoint højere end stigningen i benchmark. Andelsklassen havde et positivt bidrag til det relative afkast fra en overvægt i lange amerikanske og engelske indeksobligationer. Andelsklassen havde et negativt bidrag til det relative afkast fra en overvægt i korte amerikanske og europæiske indeksobligationer.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den største risiko ved markedsudviklingen i 2015 er, at væksten accelererer kraftigt mens inflationen forbliver lav. I det miljø vil alle renter stige, herunder også realrenterne på indeksobligationer.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at centralbanken i USA vil hæve renten i løbet af 2015, hvis ikke økonomien igen viser svaghestegn. Omvendt venter vi, at ECB vil lempe pengepolitikken ved at foretage yderligere opkøb af obligationer. Vi vurderer, at inflationen vil forblive lav i 2015, men at den vil tiltage henover året. I forhold til markedets meget moderate inflationsforventninger vurderer vi, at der er plads til positive overraskelser.

For 2015 er det forventningen, at andelsklassen som følge af de lave renter opnår et lavt om end et positivt afkast. Vi forventer, at afkastet på globale indeksobligationer bliver højere end sammenlignelige almindelige statsobligationer i tråd med at inflationsforventningerne opjusteres.

Ved årets indgang har andelsklassen en overvægt af lange amerikanske og engelske indeksobligationer mod en undervægt af indeksobligationer med kortere løbetider. Andelsklassen har endvidere en overvægt af indeksobligationer knyttet til euro inflation mod en undervægt i indeksobligationer knyttet til fransk inflation.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: November 2008
Risikoindeksator [1-7]: 3
Benchmark: Barclays World Govt Inflation Linked-Bond index All Maturities hedget til DKK
Fondskode: DK0060140705
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	12,4%
1-3 år	19,4%
3-5 år	21,0%
5-10 år	27,1%
Over 10 år	21,3%
Øvrige inkl. likvide	-1,2%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,87
Standardafvigelse	4,63
Tracking error	0,54
Information Ratio	-0,37
Sharpe Ratio (benchm.)	0,94
Standardafvigelse (benchm.)	4,47

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

GLOBALE LANGE INDEKS OblIGATIONER – AKK., KLASSE DKK H

Andelsklasse under Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende KL

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa. Det nuværende renteniveau er dog lavt i historisk perspektiv, og der er risiko for stigende renter.

GLOBALE LANGE INDEKSobligationer – AKK., KLASSE DKK H

Andelsklasse under Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSEN

Denne note viser noteoplysninger, som er specifikke for den enkelte andelsklasse.

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	5,28	11,83	4,77	÷6,71	9,03
Benchmarkafkast (pct.)	5,49	11,60	5,23	÷6,00	8,81
Indre værdi (DKK pr. andel)	122,18	136,62	143,15	133,55	145,61
Nettoresultat (t. DKK)	341.579	366.952	161.863	÷271.343	235.552
Administrationsomkostninger (pct.)	0,63	0,63	0,65	0,66	0,64
ÅOP	0,84	0,84	0,87	0,86	0,83
Medlemmernes formue (t.DKK)	5.601.120	3.334.486	4.090.429	3.421.585	1.722.025
Antal andele	45.844.936	24.406.492	23.446.234	25.621.228	11.826.895
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014	1.1.-31.12.2013
Andel af resultat af fællesporteføljen	253.212	÷251.716
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	17.660	19.626
Klassens resultat	235.552	÷271.343
Finansielle instrumenter i pct	2014	2013
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2014	2013
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	3.421.585	4.090.429
Emissioner i året	56.349	975.317
Indløsninger i året	÷1.994.507	÷1.378.707
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	3.047	5.889
Overførsel af periodens resultat	235.552	÷271.343
Medlemmernes formue ultimo	1.722.025	3.421.585
Antal andele		
Andele primo året	25.621.228	28.575.292
Emissioner i året	409.117	7.032.541
Indløsninger i året	÷14.203.450	÷9.986.605
Andele ultimo året	11.826.895	25.621.228

REAALIKORKO MAAILMA, OSUUSLAJI EUR H

Andelsklasse under Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i indeksobligationer primært udstedt af OECD-lande eller er garanteret af et eller flere OECD-lande, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for indeksobligationer globalt. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 3 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2014 et afkast på 10,21 pct. målt i EUR, mens benchmark steg 9,00 pct. målt i EUR. Afkastet var meget tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og udviklingen i benchmark. Andelsklassens afkast indfrie vores forventning om et positivt afkast, der var højere end afkastet på sammenlignelige almindelige statsobligationer.

Markedet

De globale indeksobligationsmarkeder leverede et positivt afkast i 2014. Det positive afkast skyldes især et fald i renterne på lange indeksobligationer i USA og Storbritannien. Inflationsforventningerne på særligt korte indeksobligationer faldt i 2014. Olieprisen faldt kraftigt, og analytikerne nedjusterede deres skøn for inflationen i euroområdet markant i

løbet af året. Den lave inflation fik ECB til at sænke renten og lancere et opkøbsprogram. Japan hævede moms i 2014, og Bank of Japan øgede sit opkøbsprogram af japanske statsobligationer.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 1,21 procentpoint højere end stigningen i benchmark. Andelsklassen havde et positivt bidrag til det relative afkast fra en overvægt i lange amerikanske og engelske indeksobligationer. Andelsklassen havde et negativt bidrag til det relative afkast fra en overvægt i korte amerikanske og europæiske indeksobligationer.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den største risiko ved markedsudviklingen i 2015 er, at væksten accelererer kraftigt mens inflationen forbliver lav. I det miljø vil alle renter stige, herunder også realrenterne på indeksobligationer.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at centralbanken i USA vil hæve renten i løbet af 2015, hvis ikke økonomien igen viser svaghedstegn. Omvendt venter vi, at ECB vil lempe pengepolitikken ved at foretage yderligere opkøb af obligationer. Vi vurderer, at inflationen vil forblive lav i 2015, men at den vil tiltage henover året. I forhold til markedets meget moderate inflationsforventninger vurderer vi, at der er plads til positive overraskelser.

For 2015 er det forventningen, at andelsklassen som følge af de lave renter opnår et lavt om end et positivt afkast. Vi forventer, at afkastet på globale indeksobligationer bliver højere end sammenlignelige almindelige statsobligationer i tråd med at inflationsforventningerne opjusteres.

Ved årets indgang har andelsklassen en overvægt af lange amerikanske og engelske indeksobligationer mod en undervægt af indeksobligationer med kortere løbetider. Andelsklassen har endvidere en overvægt af indeksobligationer knyttet til euro inflation mod en undervægt i indeksobligationer knyttet til fransk inflation.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: August 2010
Risikoindeksator [1-7]: 3
Benchmark: Barclays World Govt Inflation Linked-Bond index All Maturities hedget til EUR
Fondskode: DK0060485282
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	12,4%
1-3 år	19,3%
3-5 år	21,0%
5-10 år	27,1%
Over 10 år	21,3%
Øvrige inkl. likvide	-1,1%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,74
Standardafvigelse	4,84
Tracking error	0,73
Information Ratio	-0,32
Sharpe Ratio (benchm.)	0,83
Standardafvigelse (benchm.)	4,62

Måleperiode: Sep. 2010 til dec. 2014

REAALIKORKO MAAILMA, OSUUSLAJI EUR H

Andelsklasse under Globale Lange Indeksobligationer - Akkumulerende KL

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa. Det nuværende renteniveau er dog lavt i historisk perspektiv, og der er risiko for stigende renter.

REAALIKORKO MAAILMA, OSUUSLAJI EUR H

Andelsklasse under Globale Lange Indeksobligationer - Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSEN

Denne note viser noteoplysninger, som er specifikke for den enkelte andelsklasse.

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast i EUR (pct.)*	÷0,83	11,35	4,72	÷6,55	10,21
Benchmarkafkast i EUR (pct.)*	÷0,05	11,73	5,55	÷5,76	9,00
Indre værdi (EUR pr. andel)	9,92	11,04	11,56	10,81	11,91
Nettoresultat (t. DKK)*	÷943	34.164	15.270	÷14.635	7.077
Administrationsomkostninger (pct.)	0,72	0,69	0,71	0,70	0,70
Medlemmernes formue (t.DKK)	84.873	313.515	224.233	179.285	21.404
Antal andele	1.148.416	3.820.005	2.599.000	2.223.647	241.194
Stykstørrelse i EUR	10	10	10	10	10

* 2010 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014	1.1.-31.12.2013
Andel af resultat af fællesporteføljen	7.253	÷14.014
Klassenspecifikke transaktioner:		
Terminforretninger	279	524
Administrationsomkostninger	456	1.145
Klassens resultat	7.077	÷14.635
Finansielle instrumenter i pct	2014	2013
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2014	2013
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	179.285	224.233
Emissioner i året	198	14.325
Indløsninger i året	÷165.485	÷44.784
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	329	147
Overførsel af periodens resultat	7.077	÷14.635
Medlemmernes formue ultimo	21.404	179.285
Antal andele		
Andele primo året	2.223.647	2.599.000
Emissioner i året	2.291	163.227
Indløsninger i året	÷1.984.744	÷538.579
Andele ultimo året	241.194	2.223.647

GLOBALE MELLEMLANGE INDEKSobligationER

Globale indeksobligationer, hvor afkastet er knyttet til udviklingen i inflationsindeks indenfor OECD. Hovedparten af afdelingens investeringer afdækkes mod danske kroner. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i indeksobligationer primært udstedt af OECD-lande eller er garanteret af et eller flere OECD-lande, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til renteudviklingen for indeksobligationer globalt. Afdelingen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 3 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav fra sin start den 11. juni 2014 et negativt afkast på 0,48 pct., mens benchmark i samme periode faldt 0,65 pct. Afkastet var tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og udviklingen i benchmark. Afdelingens afkast indfrieede ikke vores forventning om et positivt afkast, der var lidt højere end afkastet på sammenlignelige almindelige statsobligationer.

Markedet

De globale indeksobligationsmarkeder leverede et negativt afkast i perioden. Det negative afkast skyldes især et fald i

inflationsforventningerne på særligt korte indeksobligationer. Olieprisen faldt kraftigt, og analytikerne nedjusterede deres skøn for inflationen i euroområdet markant. Den lave inflation fik ECB til at sænke renten og lancere et opkøbsprogram. Bank of Japan øgede sit opkøbsprogram af japanske statsobligationer som svar på den lave inflation.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,17 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Afdelingen havde et positivt bidrag til det relative afkast fra en overvægt i lange amerikanske og engelske indeksobligationer. Afdelingen havde et negativt bidrag til det relative afkast fra en overvægt i korte amerikanske og europæiske indeksobligationer.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den største risiko ved markedsudviklingen i 2015 er, at væksten accelererer kraftigt, mens inflationen forbliver lav. I det miljø vil alle renter stige, herunder også realrenterne på indeksobligationer.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at centralbanken i USA vil hæve renten i løbet af 2015, hvis ikke økonomien igen viser svaghedstegn. Omvendt venter vi, at ECB vil lempe pengepolitikken ved at foretage yderligere opkøb af obligationer. Vi vurderer, at inflationen vil forblive lav i 2015, men at den vil tiltage henover året. I forhold til markedets meget moderate inflationsforventninger vurderer vi, at der er plads til positive overraskelser.

For 2015 er det forventningen, at afdelingen som følge af de lave renter opnår et lavt om end et positivt afkast. Vi forventer, at afkastet på globale indeksobligationer bliver højere end sammenlignelige almindelige statsobligationer i tråd med at inflationsforventningerne opjusteres.

Ved årets indgang har afdelingen en overvægt af lange amerikanske og engelske indeksobligationer mod en undervægt af indeksobligationer med kortere løbetider. Afdelingen har endvidere en overvægt af indeksobligationer knyttet til euro inflation mod en undervægt i indeksobligationer knyttet til fransk inflation.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Juni 2014
Risikoindikator [1-7]: 3
Benchmark: Barclays World Govt Inflation-Linked Bond 1-10Y Hedged to DKK
Fondskode: DK0060550523
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	14,9%
1-3 år	46,5%
3-5 år	37,2%
5-10 år	0,4%
Over 10 år	2,1%
Øvrige inkl. likvide	-1,1%

GLOBALE MELLEMLANGE INDEKSOBLIGATIONER



Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa. Det nuværende renteniveau er dog lavt i historisk perspektiv, og der er risiko for stigende renter.

GLOBALE MELLEMLANGE INDEKSOBLIGATIONER

RESULTATOPGØRELSE

	11.6.-31.12.2014	
	1.000 DKK	
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	6.076	
I alt renter og udbytter	6.075	
Kursgevinster og -tab:		
2 Obligationer	61.224	
Afledte finansielle instr.	÷90.902	
Valutakonti	11.127	
3 Handelsomkostninger	÷49	
I alt kursgevinster og -tab	÷18.600	
I alt indtægter	÷12.525	
4 Administrationsomkostninger	4.054	
Resultat før skat	÷16.578	
Skat	0	
Årets nettoresultat	÷16.578	
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	3.318	
I alt formuebevægelser	3.318	
Til disposition	÷13.260	
5 Til rådighed for udlodning	÷56.847	
Overført til udlodning næste år	÷56.847	
Overført til formuen	43.587	

BALANCE

	31.12.2014	
	1.000 DKK	
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	3.730	
I alt likvide midler	3.730	
Obligationer:		
Not. obl. fra danske udstedere	19.425	
Not. obl. fra udl. udstedere	1.238.532	
I alt obligationer	1.257.957	
Afl. finansielle instr.:		
Unot. afl. finansielle instr.	59	
I alt afledte finansielle instr.	59	
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	4.904	
I alt andre aktiver	4.904	
Aktiver i alt	1.266.650	
PASSIVER		
6 Medlemmernes formue	1.248.723	
Afledte finansielle instrumenter:		
Unot. afl. finansielle instr.	17.505	
I alt afledte finansielle instr.	17.505	
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	421	
I alt anden gæld	421	
Passiver i alt	1.266.650	

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	-	-	-	-	2014
Afkast (pct.)*	-	-	-	-	÷0,48
Benchmarkafkast (pct.)*	-	-	-	-	÷0,65
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	-	99,52
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	-	÷16.578
Udbytte (DKK pr. andel)	-	-	-	-	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	0,65
ÅOP	-	-	-	-	0,84
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	-	0,97
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	-	1.248.723
Antal andele	-	-	-	-	12.547.431
Styktørrelse i DKK	-	-	-	-	100

* 2014 dækker en periode på mindre end 12 måneder

GBLALE MELLEMLANGE INDEKSobligationer

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE (FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014
Indestående i depotselskab	1
Noterede obligationer fra danske udstedere	9
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	6.016
Unoterede obligationer	49
I alt renteindtægter	6.076

NOTE 2: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	422
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	60.958
Unoterede obligationer	÷ 156
Terminforretninger/futures m.m.	÷ 90.902
Valutakonti	11.127
Handelsomkostninger	÷ 49
I alt kursgevinster og -tab	÷ 18.600

NOTE 3: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷ 79
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	30
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷ 49

NOTE 4: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	41	0	
Managementhonorar	3.134	0	
Fast administrationshonorar	878	0	
I alt opdelte adm.omk.	4.054	0	
I alt adm.omkostninger	4.054		

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetægelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne m.v., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 5: TIL RÅDIGHED FOR UDLDNING I 1.000 DKK	2014
Renter og udbytter	6.075
Kursgevinst til udløsning	÷ 66.331
Administrationsomkostninger til modregning i udløsning	4.054
Udløsningsregulering ved emission/indløsning	3.318
I alt til rådighed for udløsning, brutto	÷ 60.992
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	÷ 4.145
I alt til rådighed for udløsning, netto	÷ 56.847

NOTE 6: MEDLEMMERNES FORMUE	2014	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Emissioner i året	12.562.431		1.265.382
Indløsninger i året	÷ 15.000		÷ 1.503
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag			1.423
Regulering af udløsning ved emissioner og indløsninger i året			÷ 3.318
Overført til udløsning næste år			÷ 56.847
Overførsel af periodens resultat			43.587
I alt medlemmernes formue	12.547.431		1.248.723

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014
Finansielle instrumenter i pct.	
Børsnoterede finansielle instrumenter	100,7
Øvrige finansielle instrumenter	÷ 1,4
I alt finansielle instrumenter	99,3
Øvrige aktiver og passiver	0,7
I alt	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

GLOBALE VIRKSOMHEDSOBLIGATIONER

Investerer i obligationer, primært virksomhedsobligationer. Hovedparten af afdelingens investeringer vil være i euro eller afdækkes mod danske kroner eller euro. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer i udenlandske obligationer med hovedvægten på virksomheds- og kreditobligationer. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteudviklingen for virksomheds- og kreditobligationer globalt. Afdelingen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 3 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 8,25 pct., mens benchmark steg 8,24 pct. Afdelingens afkast var meget tilfredsstillende. Kreditspændene blev indsnævret med 0,27 procentpoint i 2014, og det var mere end forventet ved indgangen til 2014. Virksomhedsobligationer gav et højt positivt afkast i 2014, og afdelingen mere end indfrie vores forventninger om et lavt, men positivt afkast, grundet fald i de underliggende renter og indsnævret kreditspænd.

Markedet

2014 har været præget af stabilt faldende kreditspænd (renteforskellen til tilsvarende sikre statsobligationer) og et større fald i de underliggende renter. Den positive udvikling skyldtes i høj grad den lempelige pengepolitik og utraditionelle indgreb fra ECB for at stabilisere markederne. Det seneste tiltag var, at ECB opkøbte Asset Backed Securities og Covered Bonds. Flere markedsdeltagere forventer, at de også vil opkøbe virksomhedsobligationer i 2015. Den lempelige pengepolitik gav anledning til faldende renter, og den 10-årige tyske statsrente faldt med ca. 1,4 procentpoint. Kreditspændet inden for transport, ejendomme og kapitalgoder blev indsnævret lidt mere end de øvrige sektorer, mens forsikringssektoren stod for de mindste indsnævring.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,01 procentpoint højere end stigningen i benchmark. Papirvalget gav det største bidrag til merafkastet, hvor særligt investeringer inden for forsikring, banker, telekommunikation og stabilt forbrug stod for de største bidrag. Det største enkeltbidrag kom fra franske Groupama.

Afdelingen havde en større kursfølsomhed over for en generel indsnævring af kreditspændene end benchmark, hvilket havde en stor positiv effekt på afkastet.

Sektorallokeringen gav et negativt bidrag til merafkastet, som primært skyldes en overvægt af forsikringssektoren og allokeringen inden for bankudstedelser, hvor afdelingen har en overvægt indenfor den mere risikobetonede del af udstedelserne.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

I takt med fortsat faldende statsrenter til ultra lave niveauer stiger risikoen for en større stigning i det underliggende renteniveau, hvilket vil få en negativ effekt på afkastet på virksomhedsobligationer. På trods af at Europa fortsat kæmper med lav vækst og ikke er så langt fremme i vækstcyklen som USA, er det svært at se, at de europæiske renter afkobler markant fra en større rentestigning i USA.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: December 2000
Risikoindikator [1-7]: 3
Benchmark: Barclays Capital Euro-Aggregate 500MM Corp A-BBB. Indeksset er hedget til DKK
Fondskode: DK0016075294
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	10,7%
1-3 år	24,1%
3-5 år	22,7%
5-10 år	37,8%
Over 10 år	0,9%
Øvrige inkl. likvide	3,8%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,29
Standardafvigelse	4,73
Tracking error	1,29
Information Ratio	0,74
Sharpe Ratio (benchm.)	1,30
Standardafvigelse (benchm.)	3,96

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

Globale virksomhedsobligationer

Afdelingen har en relativt stor eksponering til efterstillede obligationer inden for forsikring, banker og forsyningsvirksomhed. Da efterstillede obligationer generelt er mere følsomme over for ændringer i investorernes risikoaversion end almindelige ikke-efterstillede obligationer, vil en større stigning i investorernes risikoaversion alt andet lige ramme afdelingen ekstra hårdt. Fornyede politiske spændinger i Europa kan medføre en stigning i investorernes risikoaversion.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi vurderer, at der er basis for et positivt, om end beskedent afkast på det europæiske marked for investment grade virksomhedsobligationer i 2015. Dette beror på vores forventning om at uændret kreditspænd og en moderat stigning i de underliggende statsrenter.

Markedet forventes at være præget af svag økonomisk vækst i Europa og samtidig understøttet af ECB's pengepolitiske tiltag (lempelig pengepolitik, TLTRO likviditetsprogram, og opkøbsprogram af finansielle aktiver) og af et lavt forventet afkast på rentebærende aktiver.

Den svage vækst ventes fortsat at lægge en dæmper på virksomhedernes investeringsstrategi og udbyttepolitik, og vi forventer, at virksomhederne fortsat vil føre en relativt forsigtig strategi og værne om deres kreditvurdering.

Efterspørgselsforholdene for virksomhedsobligationer forventes fortsat at være positive. ECB's mulige opkøb af højt ratede virksomhedsobligationer og investorernes efterspørgsel efter merrente forventes at få en positiv effekt på markedet.

Vi tror, at politisk uro i Europa kan blive en kilde til usikkerhed gennem 2015 og forventer derfor at se kursudsving igennem året.

På baggrund af vores forventning om et uændret kreditspænd og fortsat lave renter, fastholder vi afdelingens overvægt af efterstillede obligationer inden for banker, forsikring og forsyningsvirksomhed, som har en højere løbende rente end markedet generelt.

Det betyder, at vi bibeholder en lidt højere kreditrisiko i afdelingen relativt til benchmark. Vi forventer, at den løbende rente på virksomhedsobligationer, merrenten på nyudstedelser og generel forsigtighed i valget af virksomhedsobligationer for at undgå »falling-angels« vil drive performance i 2015.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværing af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

GLOBALE VIRKSOMHEDSOBLIGATIONER

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014	1.1.-31.12.2013
	1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	103.403	130.936
I alt renter og udbytter	103.403	130.936
Kursgevinster og -tab:		
2 Obligationer	112.409	37.243
Afledte finansielle instr:	27.509	+2.681
Valutakonti	7.221	2.633
Øvrige aktiver/passiver	0	0
3 Handelsomkostninger	+354	+306
I alt kursgevinster og -tab	146.785	36.890
I alt indtægter	250.188	167.826
4 Administrationsomkostninger	27.559	31.428
Resultat før skat	222.629	136.398
Skat	0	0
Årets nettoresultat	222.629	136.398
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	+27.835	+19.052
Overført fra sidste år	564	0
I alt formuebevægelser	+27.271	+19.052
Til disposition	195.358	117.345
5 Til rådighed for udlodning	214.750	193.781
Foreslået udlodning	212.636	193.217
Overført til udlodning næste år	2.114	564
Overført til formuen	+19.392	+76.436

BALANCE

	31.12.2014	31.12.2013
	1.000 DKK	1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	93.648	119.750
I alt likvide midler	93.648	119.750
Obligationer:		
Not. obl. fra danske udstedere	115.345	195.074
Not. obl. fra udl. udstedere	2.244.312	2.591.077
I alt obligationer	2.359.657	2.786.151
Afl. finansielle instr.:		
Unot. afl. finansielle instr.	1.161	2.778
I alt afledte finansielle instr.	1.161	2.778
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	42.397	57.907
I alt andre aktiver	42.397	57.907
Aktiver i alt	2.496.862	2.966.586
PASSIVER		
6 Medlemmernes formue	2.492.470	2.946.456
Afledte finansielle instrumenter:		
Unot. afl. finansielle instr.	3.178	8.204
I alt afledte finansielle instr.	3.178	8.204
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	1.214	6.699
Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	5.228
I alt anden gæld	1.214	11.926
Passiver i alt	2.496.862	2.966.586

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	7,08	+0,97	16,81	4,47	8,25
Benchmarkafkast (pct.)	5,14	0,61	13,93	2,37	8,24
Indre værdi (DKK pr. andel)	102,17	95,34	105,63	105,22	106,67
Nettoresultat (t.DKK)	180.857	+23.964	497.005	136.398	222.629
Udbytte (DKK pr. andel)	6,00	5,25	5,00	6,90	9,10
Administrationsomkostninger (pct.)	0,93	0,98	0,99	0,98	0,99
ÅOP	1,24	1,32	1,26	1,23	1,22
Omsætningshastighed (antal gange)	0,35	0,26	0,41	0,44	0,54
Medlemmernes formue (t.DKK)	2.837.149	2.773.062	3.506.458	2.946.456	2.492.470
Antal andele	27.769.758	29.086.574	33.196.613	28.002.504	23.366.542
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

GLOBALE VIRKSOMHEDSOBLIGATIONER

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE (FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	44	+714
Noterede obligationer fra danske udstedere	5.501	10.189
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	97.858	121.431
Andre renteindtægter	0	31
I alt renteindtægter	103.403	130.936

NOTE 2: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede obligationer fra danske udstedere	608	+976
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	111.801	38.220
Terminforretninger/futures m.m.	+6.780	269
Renteforretninger	34.289	+2.950
Valutakonti	7.221	2.633
Øvrige aktiver/passiver	0	0
Handelsomkostninger	+354	+306
I alt kursgevinster og -tab	146.785	36.890

NOTE 3: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	+415	+363
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	62	57
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+354	+306

NOTE 4: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	23
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	19
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	13
Markedsføringsomkostninger	0	0	8.313	753
Gebyrer til depotselskab	0	0	1.638	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	5.836	57
Øvrige omkostninger	285	100	254	247
Managementhonorar	23.647	0	13.650	0
Fast administrationshonorar	3.527	0	626	0
I alt opdelte adm.omk.	27.459	100	30.316	1.112
I alt adm.omkostninger		27.559		31.428

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne mv., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 5: TIL RÅDIGHED FOR UDLØDNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	103.403	130.936
Kursgevinst til udlodning	166.177	113.326
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	27.559	31.428
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	+27.835	+19.052
Udlodning overført fra sidste år	564	0
I alt til rådighed for udlodning, netto	214.750	193.781

NOTE 6: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	28.002.504	2.946.456	33.196.613	3.506.458
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		+193.217		+165.983
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		6.148		10.733
Emissioner i året	1.060.392	107.731	822.597	83.857
Indløsninger i året	+5.696.354	+598.598	+6.016.706	+627.145
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		1.321		2.137
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		27.835		19.052
Overført til udlodning fra sidste år		+564		0
Overført til udlodning næste år		2.114		564
Foreslået udlodning		212.636		193.217
Overførsel af periodens resultat		+19.392		+76.436
I alt medlemmernes formue	23.366.542	2.492.470	28.002.504	2.946.456

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	94,7	94,6
Øvrige finansielle instrumenter	+0,1	+0,2
I alt finansielle instrumenter	94,6	94,4
Øvrige aktiver og passiver	5,4	5,6
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
3,875 DANSKE BANK EMTN 28/2-2012/2017	10.022	10.080
4,10 DANSKE BANK 16/3-2005/2018	18.494	29.516
2,75 DANSKE BANK FRN 19/5-2014/2026	6.150	0
I alt	34.666	39.596

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

HORISONT PENSION 2020 – AKKUMULERENDE KL



Investerer i svenske og udenlandske aktier og obligationer, herunder værdipapirer fra emerging markeds-lande og virksomhedsobligationer. Aktier kan maksimalt udgøre 66 pct. af afdelingen. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingen udbydes i en andelsklasse:

- Horisont Pension 2020, klass SEK

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassens egne investeringer, findes på de følgende sider.

Ledelsesberetning og noter for klassen, udarbejdet i danske kroner, findes også på de følgende sider.

Nøgletal for indre værdier, afkast og omkostninger m.m. beregnes for hver klasse.

HORISONT PENSION 2020 - AKKUMULERENDE KL

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	24.9.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	6	10
I alt renter og udbytter	6	10
Kursgevinster og -tab:		
2 Kapitalandele	16.826	5.206
Valutakonti	146	237
Øvrige aktiver/passiver	÷8	9
3 Handelsomkostninger	÷1	0
I alt kursgevinster og -tab	16.962	5.452
I alt indtægter	16.968	5.462
4 Administrationsomkostninger	3.817	1.007
Resultat før skat	13.150	4.454
Skat	0	0
Årets nettoresultat	13.150	4.454
Overført til formuen	13.150	4.454

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	4.585	3.497
I alt likvide midler	4.585	3.497
Kapitalandele:		
Inv-beviser i andre danske inv- og specialforeninger	111.165	88.470
Inv-beviser i andre udl. inv- og specialforeninger	212.346	222.807
I alt kapitalandele	323.511	311.277
Andre aktiver:		
Mellemvær: vedr. handelsafv.	572	1.189
I alt andre aktiver	572	1.189
Aktiver i alt	328.668	315.963
PASSIVER		
5 Medlemmernes formue	328.644	315.909
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	24	53
I alt anden gæld	24	53
Passiver i alt	328.668	315.963

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	-	-	-	2013	2014
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	4.454	13.150
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	0,01	0,24
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	315.909	328.644

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

HORISONT PENSION 2020 – AKKUMULERENDE KL

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE (FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	6	10
I alt renteindtægter	6	10

NOTE 2: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	8.638	1.514
Inv-beviser i udenlandske inv- og specialforeninger	8.188	3.692
Valutakonti	146	237
Øvrige aktiver/passiver	÷8	9
Handelsomkostninger	÷1	0
I alt kursgevinster og -tab	16.962	5.452

NOTE 3: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷1	0
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷1	0

NOTE 4: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013		
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Markedsføringsomkostninger	0	0	0	13
Gebyrer til depotselskab	0	0	31	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	0	2
Øvrige omkostninger	29	8	30	6
Managementhonorar	3.426	0	925	0
Fast administrationshonorar	354	0	0	0
I alt opdelte adm.omk.	3.810	8	986	21
I alt adm.omkostninger		3.817		1.007

I administrationsomkostningerne indgår t.DKK 3.385 fra »Kursregulering af investeringsbeviser«. Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne mv., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 5: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	3.606.675	315.909	0	0
Emissioner i året	175.135	15.798	3.714.070	320.639
Indløsninger i året	÷181.735	÷16.214	÷107.394	÷9.183
Overførsel af periodens resultat		13.150		4.454
I alt medlemmernes formue	3.600.076	328.644	3.606.675	315.909

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014		2013	
Finansielle instrumenter i pct.				
Børsnoterede finansielle instrumenter		60,0		70,5
Øvrige finansielle instrumenter		38,5		28,0
I alt finansielle instrumenter		98,4		98,5
Øvrige aktiver og passiver		1,6		1,5
I alt		100,0		100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallevej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

INV.BEVISER I DANSKE OG UDENLANDSKE INV. OG SPECIALFORENINGER I 1.000 DKK

Beholdningen består af aktiebaserede afdelinger af danske og udenlandske investeringsforeninger. Specifikation findes i beholdningslisten jævnfør noten ovenfor.

I beholdningen indgår følgende unoterede investeringsforeninger, hvor afdelingen besidder mere end 5 pct. af kapitalen.

	Egenkapital 31.12.2014		Egenkapital 31.12.2013	
	Ejerandel	1.000 DKK	Ejerandel	1.000 DKK
Globala Realräntor	10,93	84.698	7,50	202.888

HORISONT PENSION 2020, KLASS SEK

Andelsklasse under Horisont Pension 2020 – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer i aktier og obligationer – herunder i obligationer fra nye markeder og fra virksomheder. Andelsklassen spreder dermed sine investeringer på flere aktivtyper, dvs. både aktier og obligationer. Fordelingen af aktier og obligationer er afhængig af vores forventninger til markedsudviklingen og hensynet til den samlede risiko. Aktier kan maksimalt udgøre 66 pct. af andelsklassens formue. Andelsklassen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer af aktier og obligationer samt valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder/emerging markets, event-risiko, modpartsrisiko samt valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2014 et afkast på 11,76 pct. målt i SEK, mens benchmark steg 14,21 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var således mindre tilfredsstillende.

Markedet

De globale aktiemarkeder gav et afkast på 18,39 pct. i 2014, men konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valuta-

uro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving især i andet halvår. Der var også meget stor forskel på afkastene regionerne imellem bl.a. som følge af store ændringer i valutakurserne. Med et afkast på 28,09 pct. var det USA, der klarede sig bedst godt hjulpet af en betydelig styrkelse af den amerikanske dollar. Med afkast på henholdsvis 11,18, 9,09 og 6,64 pct. klarede nye markeder, Japan og Europa sig væsentligt dårligere.

High yield-obligationerne fik en god start på 2014, idet den amerikanske centralbank (Fed) havde signaleret en langsom udfasning af de pengepolitiske lempelser i USA, hvilket holdt kreditspændene i ro. I Europa opstod der store udsving på markedet for high yield-obligationer som følge af et dyk i forventningerne til den fremtidige inflation samt, at opsvinget i USA tog fart, mens Phones4U, en stor uafhængig mobiloperatør i England, overraskede markedet med en misligholdelse. Denne udvikling gik primært ud over B-ratede obligationer. I USA sendte det kraftige fald i olieprisen markedsafkastene ned som følge af stigende forventninger til misligholdelser i markedet grundet pres på energisektoren.

I Danmark var 2014 et år med næsten uafbrudte rentefald. Det var ikke vores forventning i slutningen af 2013, men stor international efterspørgsel efter sikre obligationer, lav vækst, uro i Rusland og Ukraine samt en overraskende lav inflation, der ikke er set lavere siden 1950'erne, var årsager til rentefaldet. Kombinationen af lav vækst og næsten ingen inflation var medvirkende årsager til, at Den Europæiske Centralbank (ECB) sænkede renten to gange i løbet af året. I Danmark valgte Nationalbanken at fastholde udlånsrenten uændret på 0,2 pct.

Renten på den toneangivende danske statsobligation 1,5% 2023 faldt hen over året med 1,54 procentpoint og endte året i rekordlave 0,55 pct.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens investeringer kan grundlæggende inddeles i 3 aktivklasser – aktier, svenske og udenlandske stats- og realkreditobligationer, samt kreditobligationer, der tæller

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: September 2013

Risikoindekator [1-7]: 4

Benchmark: 18,0% SIXPRX, 27,0% MSCI World AC, 5% BarCap Euro-Agg 500MM Corp A-BBB, hedged til SEK, 5% JPM EMBI Global Diversified hedged to SEK, 45,0% OMRX Total

Fondskode: DK0060506897

Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

FORMUEFORDELING

Udenlandske obl.	22,2%
Udenlandske akt.	76,4%
Øvrige inkl. likvide	1,4%

HORISONT PENSION 2020, KLASS SEK

Andelsklasse under Horisont Pension 2020 – Akkumulerende KL

virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder. Alle aktivklasser bidrog positivt til andelsklassens samlede afkast.

Størst bidrag til andelsklassens afkast kom fra aktiekomponenten, hvor specielt allokeringen til amerikanske aktier bidrog betydeligt til andelsklassens afkast. Ligeledes leverede allokeringen til nye markeder-aktier et solidt afkast. Indenfor kreditobligationer bidrog allokeringen til nye markeder-obligationer sammen med europæiske high yield-obligationer betydeligt til andelsklassens afkast, mens allokeringen til amerikanske high yield-obligationer bidrog negativt til afdelings afkast. Andelsklassens allokering til svenske obligationer leverede et solidt afkast, da renterne faldt markant henover året, hvilket gav kursgevinster på obligationerne.

Andelsklassens afkast i forhold til benchmark blev negativt påvirket af allokeringen til den svenske aktie-komponent, der leverede et afkast, der var markant lavere end dets benchmark. Ligeledes bidrog en overvægt af high yield-obligationer og en undervægt af investment grade-obligationer samt en undervægt af lange obligationer i forhold til benchmark negativt til andelsklassens relative afkast.

Positiv bidrag til andelsklassens resultat kom fra den taktiske allokering til aktier igennem året, samt en overvægt af amerikanske aktier i andet halvår. Ligeledes bidrog andelsklassens overvægt i nye markeder-obligationer samt globale realkreditobligationer positivt til andelsklassens relative afkast.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Ved indgangen til 2015 har andelsklassen investeret ca. 55 pct. af formuen i aktier, og ca. 15 pct. af formuen er investeret i kreditobligationer. Den resterende del af andelsklassens formue er investeret i svenske stats- og realkreditobligationer. Andelsklassens overvejende risiko er således relateret til udviklingen på aktiemarkedet, men andelsklassen er også eksponeret mod udviklingen i kreditspændet samt renteutviklingen.

Vi vurderer, at der to betydelige risici i 2015: For det første kan 2015 gå hen og blive året, hvor vi oplever første skridt

i retning af højere renter i USA. Det er isoleret set gode nyheder, da det i så fald forventes at være på baggrund af en økonomisk fremgang med tegn på bæredygtighed. Men det kan give nogle kortsigtede udsving, som vi bl.a. oplevede det i sommeren 2013. Vi vurderer, at Fed kan styre processen, hvis der kommer renteforhøjelser. Men vi kan omvendt ikke afskrive turbulens.

I Europa kan en optrapning af krisen i Ukraine gøre enhver forudsigelse til skamme – men så længe situationen ikke eskaleres yderligere, bør regionen være gennem det værste. Derudover vil de politiske risici med de fremadstormende populistiske partier i såvel Grækenland, Spanien, Italien og Frankrig kunne skabe store overskrifter og dermed uro.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive, men beherskede afkast på aktiemarkederne i 2015, understøttet af vækst i selskabernes indtjening. Dette er baseret på en forventning om, at den pæne økonomiske vækst i USA fortsætter i 2015, samtidig med at væksten i Europa forventes at stige. Der er dog risiko for tilbagefald i aktiekurserne, hvis væksten skuffer, eller der opstår fornyet usikkerhed om fremtiden. Blandt de mange forhold, der vil kunne udløse dette, er politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, frygt for en strammere pengepolitik i USA, en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten og skuffende vækst i Kina.

Vi indleder 2015 med en overvægt af aktier og kreditobligationer og en tilsvarende undervægt af svenske obligationer. Indenfor aktier har vi primært en overvægt af amerikanske og svenske aktier. Indenfor kreditobligationer har vi en overvægt af high yield-obligationer samt obligationer fra nye markeder.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

HORISONT PENSION 2020, KLASS SEK

Andelsklasse under Horisont Pension 2020 – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSEN

Denne note viser noteoplysninger, som er specifikke for den enkelte andelsklasse.

NØGLETAL	-	-	-	2013	2014
Afkast i SEK (pct.)*	-	-	-	3,91	11,76
Benchmarkafkast i SEK (pct.)*	-	-	-	3,73	14,21
Indre værdi (SEK pr. andel)	-	-	-	103,91	116,13
Nettoresultat (t. DKK)*	-	-	-	4.454	13.150
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	1,21	1,18
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	315.909	328.644
Antal andele	-	-	-	3.606.675	3.600.076
Stykstørrelse i SEK	-	-	-	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014	24.9.-31.12.2013
Andel af resultat af fællesporteføljen	16.939	5.476
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	3.788	1.022
Klassens resultat	13.150	4.454
Finansielle instrumenter i pct	2014	2013
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2014	2013
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	315.909	0
Emissioner i året	15.798	320.639
Indløsninger i året	÷16.214	÷9.183
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	0	0
Overførsel af periodens resultat	13.150	4.454
Medlemmernes formue ultimo	328.644	315.909
Antal andele		
Andele primo året	3.606.675	0
Emissioner i året	175.135	3.714.070
Indløsninger i året	÷181.735	÷107.394
Andele ultimo året	3.600.076	3.606.675

HORISONT PENSION 2030 – AKKUMULERENDE KL

Investerer i svenske og udenlandske aktier og obligationer, herunder værdipapirer fra emerging markeds-lande og virksomhederobligationer. Aktier kan maksimalt udgøre 90 pct. af afdelingen. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingen udbydes i en andelsklasse:

- Horisont Pension 2030, klass SEK

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassens egne investeringer, findes på de følgende sider.

Ledelsesberetning og noter for klassen, udarbejdet i danske kroner, findes også på de følgende sider.

Nøgletal for indre værdier, afkast og omkostninger m.m. beregnes for hver klasse.

HORISONT PENSION 2030 - AKKUMULERENDE KL

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	24.9.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	8	12
2 Renteudgifter	1	0
I alt renter og udbytter	7	12
3 Kursgevinster og -tab:		
Kapitalandele	32.506	11.566
Valutakonti	203	869
Øvrige aktiver/passiver	÷8	9
4 Handelsomkostninger	÷1	0
I alt kursgevinster og -tab	32.700	12.444
I alt indtægter	32.707	12.456
5 Administrationsomkostninger	5.568	1.426
Resultat før skat	27.139	11.029
Skat	0	0
Årets nettoresultat	27.139	11.029
Overført til formuen	27.139	11.029

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	5.595	3.474
I alt likvide midler	5.595	3.474
Kapitalandele:		
Inv-beviser i andre danske inv- og specialforeninger	149.778	99.281
Inv-beviser i andre udl. inv- og specialforeninger	264.479	284.540
I alt kapitalandele	414.257	383.821
Andre aktiver:		
Mellemvær: vedr. handelsafv.	933	1.229
I alt andre aktiver	933	1.229
Aktiver i alt	420.785	388.524
PASSIVER		
6 Medlemmernes formue	420.750	388.477
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	35	47
I alt anden gæld	35	47
Passiver i alt	420.785	388.524

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	-	-	-	2013	2014
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	11.029	27.139
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	0,00	0,23
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	388.477	420.750

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

HORISONT PENSION 2030 – AKKUMULERENDE KL

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE (FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	8	12
I alt renteindtægter	8	12

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2014	2013
Andre renteudgifter	1	0
I alt renteudgifter	1	0

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	14.200	3.198
Inv-beviser i udenlandske inv- og specialforeninger	18.306	8.368
Valutakonti	203	869
Øvrige aktiver/passiver	÷8	9
Handelsomkostninger	÷1	0
I alt kursgevinster og -tab	32.700	12.444

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷1	0
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷1	0

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Markedsføringsomkostninger	0	0	0	16
Gebyrer til depotselskab	0	0	36	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	1	2
Øvrige omkostninger	35	10	30	7
Managementhonorar	5.080	0	1.334	0
Fast administrationshonorar	443	0	0	0
I alt opdelte adm.omk.	5.558	10	1.401	25
I alt adm.omkostninger		5.568		1.426

I administrationsomkostningerne indgår t.DKK 5.022 fra »Kursregulering af investeringsbeviser«. Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetægelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne m.v. der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden af talens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar:

NOTE 6: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	4.370.997	388.477	0	0
Emissioner i året	303.541	28.129	4.496.643	388.269
Indløsninger i året	÷251.911	÷22.995	÷125.645	÷10.821
Overførsel af periodens resultat		27.139		11.029
I alt medlemmernes formue	4.422.628	420.750	4.370.997	388.477

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014		2013	
Finansielle instrumenter i pct.				
Børsnoterede finansielle instrumenter		57,1		73,2
Øvrige finansielle instrumenter		41,3		25,6
I alt finansielle instrumenter		98,5		98,8
Øvrige aktiver og passiver		1,5		1,2
I alt		100,0		100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallevej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

INV.BEVISER I DANSKE OG UDENLANDSKE INV. OG SPECIALFORENINGER I 1.000 DKK

Beholdningen består af aktiebaserede afdelinger af danske og udenlandske investeringsforeninger. Specifikation findes i beholdningslisten jævnfør noten ovenfor.

I beholdningen indgår følgende unoterede investeringsforeninger, hvor afdelingen besidder mere end 5 pct. af kapitalen.

	Egenkapital 31.12.2014		Egenkapital 31.12.2013	
	Ejerandel	1.000 DKK	Ejerandel	1.000 DKK
Tillväxtmarknadsobl.	0,00	0	5,18	360.287
GI Eq Sol-kl SEK W	7,00	490.919	0,00	0

HORISONT PENSION 2030, KLASS SEK

Andelsklasse under Horisont Pension 2030 – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer i aktier og obligationer – herunder i obligationer fra nye markeder og fra virksomheder. Andelsklassen spreder dermed sine investeringer på flere aktivtyper, dvs. både aktier og obligationer. Fordelingen af aktier og obligationer er afhængig af vores forventninger til markedsudviklingen og hensynet til den samlede risiko. Aktier kan maksimalt udgøre 90 pct. af andelsklassens formue. Andelsklassen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer af aktier og obligationer samt valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder/emerging markets, event-risiko, modpartsrisiko samt valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2014 et afkast på 14,79 pct. målt i SEK, mens benchmark steg 18,54 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var således mindre tilfredsstillende.

Markedet

De globale aktiemarkeder gav et afkast på 18,39 pct. i 2014, men konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valuta-

uro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving især i andet halvår. Der var også meget stor forskel på afkastene regionerne imellem bl.a. som følge af store ændringer i valutakurserne. Med et afkast på 28,09 pct. var det USA, der klarede sig bedst godt hjulpet af en betydelig styrkelse af den amerikanske dollar. Med afkast på henholdsvis 11,18, 9,09 og 6,64 pct. klarede nye markeder, Japan og Europa sig væsentligt dårligere.

High yield-obligationerne fik en god start på 2014, idet den amerikanske centralbank (Fed) havde signaleret en langsom udfasning af de pengepolitiske lempelser i USA, hvilket holdt kreditspændene i ro. I Europa opstod der store udsving på markedet for high yield-obligationer som følge af et dyk i forventningerne til den fremtidige inflation samt, at opsvinget i USA tog fart, mens Phones4U, en stor uafhængig mobiloperatør i England, overraskede markedet med en misligholdelse. Denne udvikling gik primært ud over B-ratede obligationer. I USA sendte det kraftige fald i olieprisen markedsafkastene ned som følge af stigende forventninger til misligholdelser i markedet grundet pres på energisektoren.

I Danmark var 2014 et år med næsten uafbrudte rentefald. Det var ikke vores forventning i slutningen af 2013, men stor international efterspørgsel efter sikre obligationer, lav vækst, uro i Rusland og Ukraine samt en overraskende lav inflation, der ikke er set lavere siden 1950'erne, var årsager til rentefaldet. Kombinationen af lav vækst og næsten ingen inflation var medvirkende årsager til, at Den Europæiske Centralbank (ECB) sænkede renten to gange i løbet af året. I Danmark valgte Nationalbanken at fastholde udlånsrenten uændret på 0,2 pct.

Renten på den toneangivende danske statsobligation 1,5% 2023 faldt hen over året med 1,54 procentpoint og endte året i rekordlave 0,55 pct.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens investeringer kan grundlæggende inddeles i 3 aktivklasser – aktier, svenske og udenlandske stats- og realkreditobligationer, samt kreditobligationer, der tæller

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: September 2013

Risikoindekator [1-7]: 4

Benchmark: 30% SIXPRX, 45% MSCI World AC, 5% BarCap Euro-Agg 500MM Corp A-BBB, hedged til SEK, 5% JPM EMBI Global Diversified hedged to SEK, 15% OMRX Total

Fondskode: DK0060506970

Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

FORMUEFORDELING

Udenlandske obl.	12,0%
Udenlandske akt.	86,6%
Øvrige inkl. likvide	1,4%

HORISONT PENSION 2030, KLASS SEK

Andelsklasse under Horisont Pension 2030 – Akkumulerende KL

virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder. Alle aktivklasser bidrog positivt til andelsklassens samlede afkast.

Størst bidrag til andelsklassens afkast kom fra aktiekomponenten, hvor specielt allokeringen til amerikanske aktier bidrog betydeligt til andelsklassens afkast. Ligeledes leverede allokeringen til nye markeder-aktier et solidt afkast. Indenfor kreditobligationer bidrog allokeringen til nye markeder-obligationer sammen med europæiske high yield-obligationer betydeligt til andelsklassens afkast, mens allokeringen til amerikanske high yield-obligationer bidrog negativt til afdelings afkast. Andelsklassens allokering til svenske obligationer leverede et solidt afkast, da renterne faldt markant henover året, hvilket gav kursgevinster på obligationerne.

Andelsklassens afkast i forhold til benchmark blev negativt påvirket af allokeringen til den svenske aktie-komponent, der leverede et afkast, der var markant lavere end dets benchmark. Ligeledes bidrog en overvægt af high yield-obligationer og en undervægt af investment grade-obligationer samt en undervægt af lange obligationer i forhold til benchmark negativt til andelsklassens relative afkast.

Positiv bidrag til andelsklassens resultat kom fra den taktiske allokering til aktier igennem året, samt en overvægt af amerikanske aktier i andet halvår. Ligeledes bidrog andelsklassens overvægt i nye markeder-obligationer samt globale realkreditobligationer positivt til andelsklassens relative afkast.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Ved indgangen til 2015 har Andelsklassen investeret ca. 82 pct. af formuen i aktier, og ca. 11 pct. af formuen er investeret i kreditobligationer. Den resterende del af andelsklassens formue er investeret i svenske stats- og realkreditobligationer. Andelsklassens overvejende risiko er således relateret til udviklingen på aktiemarkedet, men andelsklassen er ligeledes eksponeret mod udviklingen i kreditspændet samt renteutviklingen.

Vi vurderer, at der to betydelige risici i 2015: For det første kan 2015 gå hen og blive året, hvor vi oplever første skridt

i retning af højere renter i USA. Det er isoleret set gode nyheder, da det i så fald forventes at være på baggrund af en økonomisk fremgang med tegn på bæredygtighed. Men det kan give nogle kortsigtede udsving, som vi bl.a. oplevede det i sommeren 2013. Vi vurderer, at Fed kan styre processen, hvis der kommer renteforhøjelser. Men vi kan omvendt ikke afskrive turbulens.

I Europa kan en optrapning af krisen i Ukraine gøre enhver forudsigelse til skamme – men så længe situationen ikke eskaleres yderligere, bør regionen være gennem det værste. Derudover vil de politiske risici med de fremadstormende populistiske partier i såvel Grækenland, Spanien, Italien og Frankrig kunne skabe store overskrifter og dermed uro.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive, men beherskede afkast på aktiemarkederne i 2015, understøttet af vækst i selskabernes indtjening. Dette er baseret på en forventning om, at den pæne økonomiske vækst i USA fortsætter i 2015, samtidig med at væksten i Europa forventes at stige. Der er dog risiko for tilbagefald i aktiekurserne, hvis væksten skuffer, eller der opstår fornyet usikkerhed om fremtiden. Blandt de mange forhold, der vil kunne udløse dette, er politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, frygt for en strammere pengepolitik i USA, en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten og skuffende vækst i Kina.

Vi indleder 2015 med en overvægt af aktier og kreditobligationer og en tilsvarende undervægt af svenske obligationer. Indenfor aktier har vi primært en overvægt af amerikanske og svenske aktier. Indenfor kreditobligationer har vi en overvægt af high yield-obligationer samt obligationer fra nye markeder.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

HORISONT PENSION 2030, KLASS SEK

Andelsklasse under Horisont Pension 2030 – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSEN

Denne note viser noteoplysninger, som er specifikke for den enkelte andelsklasse.

NØGLETAL	-	-	-	2013	2014
Afkast i SEK (pct.)*	-	-	-	5,43	14,79
Benchmarkafkast i SEK (pct.)*	-	-	-	4,90	18,54
Indre værdi (SEK pr. andel)	-	-	-	105,43	121,02
Nettoresultat (t. DKK)*	-	-	-	11.029	27.139
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	1,39	1,38
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	388.477	420.750
Antal andele	-	-	-	4.370.997	4.422.628
Stykstørrelse i SEK	-	-	-	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014	24.9.-31.12.2013
Andel af resultat af fællesporteføljen	32.672	12.480
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	5.533	1.451
Klassens resultat	27.139	11.029
Finansielle instrumenter i pct	2014	2013
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2014	2013
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	388.477	0
Emissioner i året	28.129	388.269
Indløsninger i året	+22.995	+10.821
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	0	0
Overførsel af periodens resultat	27.139	11.029
Medlemmernes formue ultimo	420.750	388.477
Antal andele		
Andele primo året	4.370.997	0
Emissioner i året	303.541	4.496.643
Indløsninger i året	+251.911	+125.645
Andele ultimo året	4.422.628	4.370.997

HORISONT PENSION 2040 – AKKUMULERENDE KL

Investerer i svenske og udenlandske aktier og obligationer, herunder værdipapirer fra emerging markeds-lande og virksomhederobligationer. Aktier kan maksimalt udgøre 90 pct. af afdelingen. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingen udbydes i en andelsklasse:

- Horisont Pension 2040, klass SEK

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassens egne investeringer, findes på de følgende sider.

Ledelsesberetning og noter for klassen, udarbejdet i danske kroner, findes også på de følgende sider.

Nøgletal for indre værdier, afkast og omkostninger m.m. beregnes for hver klasse.

HORISONT PENSION 2040 - AKKUMULERENDE KL

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014	24.9.-31.12.2013
	1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	4	6
I alt renter og udbytter	4	6
Kursgevinster og -tab:		
2 Kapitalandele	15.658	5.511
Valutakonti	82	390
Øvrige aktiver/passiver	÷7	8
3 Handelsomkostninger	÷1	0
I alt kursgevinster og -tab	15.732	5.909
I alt indtægter	15.736	5.915
4 Administrationsomkostninger	2.690	695
Resultat før skat	13.046	5.220
Skat	0	0
Årets nettoresultat	13.046	5.220
Overført til formuen	13.046	5.220

BALANCE

	31.12.2014	31.12.2013
	1.000 DKK	1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	3.571	2.731
I alt likvide midler	3.571	2.731
Kapitalandele:		
Inv-beviser i andre danske inv- og specialforeninger	74.333	46.744
Inv-beviser i andre udl. inv- og specialforeninger	127.134	135.374
I alt kapitalandele	201.467	182.118
Andre aktiver:		
Mellemvær: vedr. handelsafv.	875	1.069
I alt andre aktiver	875	1.069
Aktiver i alt	205.913	185.917
PASSIVER		
5 Medlemmernes formue	205.896	185.893
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	18	24
I alt anden gæld	18	24
Passiver i alt	205.913	185.917

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	-	-	-	2013	2014
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	5.220	13.046
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	0,00	0,19
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	185.893	205.896

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

HORISONT PENSION 2040 – AKKUMULERENDE KL

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE (FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	4	6
I alt renteindtægter	4	6

NOTE 2: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	6.953	1.510
Inv-beviser i udenlandske inv- og specialforeninger	8.705	4.001
Valutakonti	82	390
Øvrige aktiver/passiver	÷7	8
Handelsomkostninger	÷1	0
I alt kursgevinster og -tab	15.732	5.909

NOTE 3: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷1	0
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷1	0

NOTE 4: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Markedsføringsomkostninger	0	0	0	8
Gebyrer til depotselskab	0	0	19	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	0	1
Øvrige omkostninger	18	5	30	4
Managementhonorar	2.453	0	633	0
Fast administrationshonorar	214	0	0	0
I alt opdelte adm.omk.	2.685	5	682	13
I alt adm.omkostninger		2.690		695

I administrationsomkostningerne indgår t.DKK 2.423 fra »Kursregulering af investeringsbeviser«. Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne m.v., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 5: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	2.092.025	185.893	0	0
Emissioner i året	239.299	22.157	2.155.552	186.143
Indløsninger i året	÷166.699	÷15.202	÷63.527	÷5.470
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		1		0
Overførsel af periodens resultat		13.046		5.220
I alt medlemmernes formue	2.164.625	205.896	2.092.025	185.893
SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN			2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.				
Børsnoterede finansielle instrumenter			56,6	72,8
Øvrige finansielle instrumenter			41,3	25,1
I alt finansielle instrumenter			97,8	97,9
Øvrige aktiver og passiver			2,2	2,1
I alt			100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

HORISONT PENSION 2040, KLASS SEK

Andelsklasse under Horisont Pension 2040 – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer i aktier og obligationer – herunder i obligationer fra nye markeder og fra virksomheder. Andelsklassen spreder dermed sine investeringer på flere aktivtyper, dvs. både aktier og obligationer. Fordelingen af aktier og obligationer er afhængig af vores forventninger til markedsudviklingen og hensynet til den samlede risiko. Aktier kan maksimalt udgøre 90 pct. af andelsklassens formue. Andelsklassen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer af aktier og obligationer samt valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder/emerging markets, event-risiko, modpartsrisiko samt valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2014 et afkast på 14,79 pct. målt i SEK, mens benchmark steg 18,54 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var således mindre tilfredsstillende.

Markedet

De globale aktiemarkeder gav et afkast på 18,39 pct. i 2014, men konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valuta-

uro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving især i andet halvår. Der var også meget stor forskel på afkastene regionerne imellem bl.a. som følge af store ændringer i valutakurserne. Med et afkast på 28,09 pct. var det USA, der klarede sig bedst godt hjulpet af en betydelig styrkelse af den amerikanske dollar. Med afkast på henholdsvis 11,18, 9,09 og 6,64 pct. klarede nye markeder, Japan og Europa sig væsentligt dårligere.

High yield-obligationerne fik en god start på 2014, idet den amerikanske centralbank (Fed) havde signaleret en langsom udfasning af de pengepolitiske lempelser i USA, hvilket holdt kreditspændene i ro. I Europa opstod der store udsving på markedet for high yield-obligationer som følge af et dyk i forventningerne til den fremtidige inflation samt, at opsvinget i USA tog fart, mens Phones4U, en stor uafhængig mobiloperatør i England, overraskede markedet med en misligholdelse. Denne udvikling gik primært ud over B-ratede obligationer. I USA sendte det kraftige fald i olieprisen markedsafkastene ned som følge af stigende forventninger til misligholdelser i markedet grundet pres på energisektoren.

I Danmark var 2014 et år med næsten uafbrudte rentefald. Det var ikke vores forventning i slutningen af 2013, men stor international efterspørgsel efter sikre obligationer, lav vækst, uro i Rusland og Ukraine samt en overraskende lav inflation, der ikke er set lavere siden 1950'erne, var årsager til rentefaldet. Kombinationen af lav vækst og næsten ingen inflation var medvirkende årsager til, at Den Europæiske Centralbank (ECB) sænkede renten to gange i løbet af året. I Danmark valgte Nationalbanken at fastholde udlånsrenten uændret på 0,2 pct.

Renten på den toneangivende danske statsobligation 1,5% 2023 faldt hen over året med 1,54 procentpoint og endte året i rekordlave 0,55 pct.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens investeringer kan grundlæggende inddeles i 3 aktivklasser – aktier, svenske og udenlandske stats- og realkreditobligationer, samt kreditobligationer, der tæller

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: September 2013

Risikoindekator [1-7]: 4

Benchmark: 30% SIXPRX, 45% MSCI World AC, 5% BarCap Euro-Agg 500MM Corp A-BBB, hedged til SEK, 5% JPM EMBI Global Diversified hedged to SEK, 15% OMRX Total

Fondskode: DK0060507002

Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

FORMUEFORDELING

Udenlandske obl.	11,9%
Udenlandske akt.	86,3%
Øvrige inkl. likvide	1,8%

HORISONT PENSION 2040, KLASS SEK

Andelsklasse under Horisont Pension 2040 – Akkumulerende KL

virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder. Alle aktivklasser bidrog positivt til andelsklassens samlede afkast.

Størst bidrag til andelsklassens afkast kom fra aktiekomponenten, hvor specielt allokeringen til amerikanske aktier bidrog betydeligt til andelsklassens afkast. Ligeledes leverede allokeringen til nye markeder-aktier et solidt afkast. Indenfor kreditobligationer bidrog allokeringen til nye markeder-obligationer sammen med europæiske high yield-obligationer betydeligt til andelsklassens afkast, mens allokeringen til amerikanske high yield-obligationer bidrog negativt til afdelings afkast. Andelsklassens allokering til svenske obligationer leverede et solidt afkast, da renterne faldt markant henover året, hvilket gav kursgevinster på obligationerne.

Andelsklassens afkast i forhold til benchmark blev negativt påvirket af allokeringen til den svenske aktie-komponent, der leverede et afkast, der var markant lavere end dets benchmark. Ligeledes bidrog en overvægt af high yield-obligationer og en undervægt af investment grade-obligationer samt en undervægt af lange obligationer i forhold til benchmark negativt til andelsklassens relative afkast.

Positiv bidrag til andelsklassens resultat kom fra den taktiske allokering til aktier igennem året, samt en overvægt af amerikanske aktier i andet halvår. Ligeledes bidrog andelsklassens overvægt i nye markeder-obligationer samt globale realkreditobligationer positivt til andelsklassens relative afkast.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Ved indgangen til 2015 har andelsklassen investeret ca. 82 pct. af formuen i aktier, og ca. 11 pct. af formuen er investeret i kreditobligationer. Den resterende del af andelsklassens formue er investeret i svenske stats- og realkreditobligationer. Andelsklassens overvejende risiko er således relateret til udviklingen på aktiemarkedet, men andelsklassen er ligeledes eksponeret mod udviklingen i kreditspændet samt renteutviklingen.

Vi vurderer, at der to betydelige risici i 2015: For det første kan 2015 gå hen og blive året, hvor vi oplever første skridt

i retning af højere renter i USA. Det er isoleret set gode nyheder, da det i så fald forventes at være på baggrund af en økonomisk fremgang med tegn på bæredygtighed. Men det kan give nogle kortsigtede udsving, som vi bl.a. oplevede det i sommeren 2013. Vi vurderer, at Fed kan styre processen, hvis der kommer renteforhøjelser. Men vi kan omvendt ikke afskrive turbulens.

I Europa kan en optrapning af krisen i Ukraine gøre enhver forudsigelse til skamme – men så længe situationen ikke eskalerer yderligere, bør regionen være gennem det værste. Derudover vil de politiske risici med de fremadstormende populistiske partier i såvel Grækenland, Spanien, Italien og Frankrig kunne skabe store overskrifter og dermed uro.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive, men beherskede afkast på aktiemarkederne i 2015, understøttet af vækst i selskabernes indtjening. Dette er baseret på en forventning om, at den pæne økonomiske vækst i USA fortsætter i 2015, samtidig med at væksten i Europa forventes at stige. Der er dog risiko for tilbagefald i aktiekurserne, hvis væksten skuffer, eller der opstår fornyet usikkerhed om fremtiden. Blandt de mange forhold, der vil kunne udløse dette, er politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, frygt for en strammere pengepolitik i USA, en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten og skuffende vækst i Kina.

Vi indleder 2015 med en overvægt af aktier og kreditobligationer og en tilsvarende undervægt af svenske obligationer. Indenfor aktier har vi primært en overvægt af amerikanske og svenske aktier. Indenfor kreditobligationer har vi en overvægt af high yield-obligationer samt obligationer fra nye markeder.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

HORISONT PENSION 2040, KLASS SEK

Andelsklasse under Horisont Pension 2040 – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSEN

Denne note viser noteoplysninger, som er specifikke for den enkelte andelsklasse.

NØGLETAL	-	-	-	2013	2014
Afkast i SEK (pct.)*	-	-	-	5,41	14,79
Benchmarkafkast i SEK (pct.)*	-	-	-	4,90	18,54
Indre værdi (SEK pr. andel)	-	-	-	105,41	121,00
Nettoresultat (t. DKK)*	-	-	-	5.220	13.046
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	1,39	1,39
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	185.893	205.896
Antal andele	-	-	-	2.092.025	2.164.625
Stykstørrelse i SEK	-	-	-	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014	24.9.-31.12.2013
Andel af resultat af fællesporteføljen	15.717	5.924
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	2.671	705
Klassens resultat	13.046	5.220
Finansielle instrumenter i pct	2014	2013
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2014	2013
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	185.893	0
Emissioner i året	22.157	186.143
Indløsninger i året	÷ 15.202	÷ 5.470
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	1	0
Overførsel af periodens resultat	13.046	5.220
Medlemmernes formue ultimo	205.896	185.893
Antal andele		
Andele primo året	2.092.025	0
Emissioner i året	239.299	2.155.552
Indløsninger i året	÷ 166.699	÷ 63.527
Andele ultimo året	2.164.625	2.092.025

HORISONT RENTE PLUS – AKKUMULERENDE KL

Investorerer fortrinsvis i obligationer herunder virksomhedsobligationer samt statsobligationer i emerging markets lande. En mindre del kan investeres i aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast. Afdelingen er aktiv styret.

Afdelingen udbydes i tre andelsklasser:

- Horisont Rente Pluss, klasse NOK
- Horisont Rente Pluss, klasse NOK I
- Horisont Rente Pluss, klasse NOK W

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på de følgende sider.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes også på de følgende sider.

Nøgletal for indre værdier, afkast og omkostninger m.m. beregnes for hver klasse.

HORISONT RENTE PLUS – AKKUMULERENDE KL

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 NOK	8.10.-31.12.2013 1.000 NOK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	136.047	8.756
I alt renter og udbytter	136.047	8.756
Kursgevinster og -tab:		
2 Obligationer	58.329	2.257
Kapitalandele	113.063	11.261
Afledte finansielle instr.	÷6.445	÷1.545
Valutakonti	÷750	÷3.040
3 Handelsomkostninger	0	÷3
I alt kursgevinster og -tab	164.197	8.930
I alt indtægter	300.244	17.686
4 Administrationsomkostninger	37.588	2.529
Resultat før skat	262.656	15.157
Skat	0	0
Årets nettoresultat	262.656	15.157
Overført til formuen	262.656	15.157

BALANCE

	31.12.2014 1.000 NOK	31.12.2013 1.000 NOK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	171.728	167.921
I alt likvide midler	171.728	167.921
Obligationer:		
Not. obl. fra udl. udstedere	6.666.556	1.815.241
Unoterede obligationer	30.145	0
I alt obligationer	6.696.701	1.815.241
Kapitalandele:		
Inv-beviser i andre danske inv- og specialforeninger	1.641.064	568.848
Inv-beviser i andre udl. inv- og specialforeninger	84.512	25.904
I alt kapitalandele	1.725.575	594.752
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	44.679	10.749
I alt andre aktiver	44.679	10.749
Aktiver i alt	8.638.683	2.588.663

PASSIVER

5 Medlemmernes formue	8.626.256	2.531.408
Afledte finansielle instrumenter:		
Unot. afl. finansielle instr.	5.298	0
I alt afledte finansielle instr.	5.298	0
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	1.177	1.426
Mellemvær. vedr. handelsaf v.	5.951	55.829
I alt anden gæld	7.128	57.255
Passiver i alt	8.638.683	2.588.663

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	-	-	-	2013	2014
Nettoresultat (t.NOK)*	-	-	-	15.157	262.656
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	0,07	0,00
Medlemmernes formue (t.NOK)	-	-	-	2.531.408	8.626.256

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

HORISONT RENTE PLUS – AKKUMULERENDE KL

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE (FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 NOK	2014	2013
Indestående i depotselskab	2.836	47
Noterede obligationer fra danske udstedere	1.254	+334
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	131.837	7.780
Unoterede obligationer	114	0
Andre renteindtægter	6	1.263
I alt renteindtægter	136.047	8.756

NOTE 2: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 NOK	2014	2013
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	58.352	2.257
Unoterede obligationer	+23	0
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	107.763	10.627
Inv-beviser i udenlandske inv- og specialforeninger	5.301	634
Terminsforsætninger/futures m.m.	+6.445	+1.545
Valutakonti	+750	+3.040
Handelsomkostninger	0	+3
I alt kursgevinster og -tab	164.197	8.930

NOTE 3: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 NOK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	+443	+65
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	443	62
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	0	+3

NOTE 4: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 NOK	2014		2013	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	2
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	2
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	1
Markedsføringsomkostninger	0	0	0	40
Gebyrer til depotselskab	0	0	17	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	0	10
Øvrige omkostninger	41	49	66	26
Managementhonorar	31.531	0	2.365	0
Fast administrationshonorar	5.966	0	0	0
I alt opdeltede adm.omk.	37.539	49	2.448	81
I alt adm.omkostninger		37.588		2.529

I administrationsomkostningerne indgår t.NOK 3.068 fra »Kursregulering af investeringsbeviser«. Foreningens aftale med investeringsforvaltningselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne m.v., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 5: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 NOK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 NOK
Medlemmernes formue primo		2.531.408		0
Emissioner i året		8.318.047		2.575.609
Indløsninger i året		+2.492.670		+61.102
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		6.815		1.745
Overførsel af periodens resultat		262.656		15.157
I alt medlemmernes formue		8.626.256		2.531.408

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	85,5	85,8
Øvrige finansielle instrumenter	12,0	9,5
I alt finansielle instrumenter	97,6	95,3
Øvrige aktiver og passiver	2,4	4,8
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
Danske Bank A/S 13/18 FRN	15.267	5.023
Danske Bank A/S 09/16 FRN	20.283	20.233
Danske Bank A/S 14/19 FRN	49.869	0
I alt	85.419	25.256

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningselskabet Danske Invest Management A/S, Parallevej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

INV.BEVISER I DANSKE OG UDENLANDSKE INV. OG SPECIALFORENINGER I 1.000 NOK

Beholdningen består af aktiebaserede afdelinger af danske og udenlandske investeringsforeninger. Specifikation findes i beholdningslisten jævnfør noten ovenfor.

I beholdningen indgår følgende unoterede investeringsforeninger; hvor afdelingen besidder mere end 5 pct. af kapitalen.

	Egenkapital 31.12.2014		Egenkapital 31.12.2013	
	Ejerandel	1.000 DKK	Ejerandel	1.000 DKK
NyeMarOb-kl NOK h	99,98	391.577	100,00	109.778
No Ko Obl, kl NOK	39,94	39.224	99,89	15.103
No Kr Obl, kl NOK h	57,96	352.605	27,45	130.285
GI Real Ob, kl NOK h	96,32	13.466	100,00	54.532
USHiViBo-klDKK	6,65	658.974	0,00	0
NyeMarObLV-Ak kl DKK	10,66	1.567.928	0,00	0

HORISONT RENTE PLUSS, KLASSE NOK

Andelsklasse under Horisont Rente Plus – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer fortrinsvis i obligationer (herunder i statsobligationer udstedt af emerging markets-lande, dvs. lande med lav kreditrating, samt i virksomhedsobligationer), pengemarkedsinstrumenter og indskud i kreditinstitutter, dog kan op til 5 pct. af formuen investeres i aktier. Andelsklassen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer aktier og obligationer samt valutaer. Andelsklassen afdækker delvist valutarisici mod NOK. Udsving i valutakurserne påvirker derfor kun afkastet delvist. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, event-risiko, modpartsrisiko samt valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 3 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2014 et afkast på 4,82 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 4,75 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter. Andelsklassen har indfriet vores forventninger om et positivt afkast i 2014, grundet fald i de underliggende renter.

Markedet

2014 blev overordnet set et pænt år for global økonomi,

men under overfladen viser der sig dog store regionale forskelle. En tilspidset konflikt i Østeuropa samt en hastigt faldende oliepris mod slutningen af året satte sit præg på de finansielle markeder, hvor især USA fremstod som det store vækstlokomotiv.

Faldet i olieprisen startede henover sommeren som følge af øget produktion i USA, og tog for alvor til i årets sidste kvartal. I løbet af efteråret skuffede flere centrale makroøkonomiske nøgletal, og i kombination med den fortsatte uro i Østeuropa og frygt for en Ebola-epidemi, faldt aktiemarkedene markant i oktober. Optimismen vendte dog hurtigt tilbage og fra medio oktober og 3 uger frem blev det tabte vundet tilbage på aktiemarkedene, drevet af stærke tal fra især den amerikanske økonomi og jobmarked.

Uroen blussede op igen i december og olieprismet faldt fortsatte med at lægge nedadgående pres på selskaber indenfor olieindustrien og lande med stor eksport af olie. Investorerne frygtede på den baggrund, at Rusland ville miste store indtægter fra olien og måske ende i økonomiske problemer. Det medførte også, at den russiske rubel, faldt voldsomt i værdi, og den russiske centralbank forsøgte at forsvare valutaen med voldsomme renteforhøjelser. Det satte gang i endnu en bølge af risikoaversion med kraftige fald i globale aktier og valutaer fra nye markeder.

I årets sidste dage rettede markederne sig igen, og 2014 gav positive afkast over en bred kam.

Den norske 3-årige swap-rente viste en flad til svagt stigende udvikling i første halvår. Derefter faldt renten kraftigt ved flere lejligheder i årets løb. Rentefaldet skyldes hovedsageligt to forhold: en svagere økonomisk udvikling og en lavere rente i Europa end forventet samt efterårets kraftige fald i olieprisen. Fremtidsudsigterne for norsk økonomi blev kraftigt nedjusteret i fjerde kvartal på grund af den lave oliepris og de konsekvenser, den vil få for olieinvesteringerne, samt de følgevirkninger dette vil få for norsk økonomi generelt. Den norske krone er svækket betydeligt, hvilket bremser faldet i den norske økonomi. Derudover bidrager faldet i kronkursen til en højere inflation, som gør det sværere for

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Oktober 2013

Risikoindeksator [1-7]: 3

Benchmark: 1% OSEFX, 2% MSCI AC World, 12% Barclays Euro-AGG 500MM Corp A-BBB hedget til NOK, 5% JPM EMBI Global Diversified Hedget til NOK, 40% ST1X og 40% ST4X.

Fondskode: DK0060506624

Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	63,8%
1-3 år	6,0%
3-5 år	18,3%
5-10 år	6,9%
Øvrige inkl. likvide	5,0%

HORISONT RENTE PLUSS, KLASSE NOK

Andelsklasse under Horisont Rente Plus – Akkumulerende KL

Norges Bank at skære kraftigt i renten. Den kreditpræmie, bankerne betaler for at låne penge i markedet, faldt noget i løbet af første halvår og har siden stort set bevæget sig sidelæns.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,07 procentpoint højere end stigningen i benchmark. Merafkastet skyldes hovedsageligt andelsklassens beholdning af norske obligationer, som klarede sig væsentlig bedre end benchmark. En væsentlig årsag til dette var først og fremmest en høj andel af norske kreditobligationer, der gav et væsentlig højere afkast end statsobligationer i perioden.

Andelsklassen har gennem størstedelen af året haft en overvægt af internationale kreditobligationer, der har bidraget positivt til andelsklassens merafkast i forhold til benchmark. Indenfor kreditobligationer var der desuden positive bidrag fra en overvægt af obligationer fra nye markeder, mens der var negative bidrag fra beholdningen af Danske Invest Nordisk Kredittobligasjon, klasse NOK h, der gav mindre afkast end benchmark. Ligeledes var der negativt bidrag til merafkastet fra en undervægt af højt ratede europæiske virksomhedsobligationer. En række af andelsklassens investeringer gav høje positive afkast i 2014. Især Danske Invest Global StockPicking skilte sig ud med et afkast på over 21 pct. målt i NOK, men også Danske Invest Global Realrente Obligasjon, klasse NOK h og Danske Invest Nye Markeder Obligasjon, klasse NOK h bidrog særdeles positivt med afkast på hhv. 11,7 pct. målt i NOK og 7,5 pct. målt i NOK.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Ved indgangen til 2015 har andelsklassen investeret 17 pct. af beholdningen i udenlandske obligationer. Den resterende del af andelsklassen er primært investeret i norske obligationer og i mindre grad aktier. Andelsklassens risiko er derfor både relateret til kreditrisikoen ved investering i lande på de nye markeder, risikoen ved at investere i virksomheder samt risikoen i forhold til renteutviklingen, både globalt og specielt i Norge.

Vi vurderer, at der er to betydelige risici i 2015. For det første kan 2015 gå hen og blive året, hvor vi oplever første skridt i retning af højere renter i USA. Det er isoleret set gode nyheder, da det i så fald forventes at være på baggrund af en økonomisk fremgang med tegn på bæredygtighed. Men det kan give nogle kortsigtede udsving på markederne, som vi oplede det i sommeren 2013. Vi vurderer, at den amerikanske centralbank kan styre processen, hvis der kommer renteforhøjelser. Men vi kan omvendt ikke afskrive turbulens. I Europa kan en yderligere eskalering af krisen i Ukraine gøre enhver forudsigelse til skamme – men så længe situationen ikke eskalerer yderligere, bør regionen være gennem

det værste. Derudover vil de politiske risici med de fremadstormende populistiske partier i såvel Grækenland, Spanien, Italien og Frankrig kunne skabe store overskrifter og dermed uro.

Slutteligt holder vi tæt øje med det kinesiske finansielle system, fordi Kina har stor betydning for udviklingen i Nye Markeder.

Andelsklassens største eksponering er til banker. Vi anser konkurssandsynligheden for norske banker for at være meget lav i 2015, men kreditpræmierne kan stige og medføre kurstab. En genoplussen af eurokrisen efterfulgt af en europæisk bankkrise kan udløse et sådant scenarie. Et kraftigt fald i norsk økonomi ledsaget af stigende arbejdsløshed og faldende boligpriser vil højst sandsynligt også resultere i en stor stigning i kreditpræmierne.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi går ind i 2015 med investeringerne fastlagt efter en forventning om at lavere ratede virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder fortsat vil give et fornuftigt afkast.

Konkret forventer vi tiltagende vækst i Europa understøttet af en lempelig pengepolitik og et sundere banksystem. Forventningen om lempelig pengepolitik tager udgangspunkt i Den Europæiske Centralbanks seneste udmeldinger om en ufravigelig intention om at støtte de finansielle marked i det nødvendige omfang. For USA's vedkommende forventer vi fortsat robust vækst med afsæt i positive beskæftigelsestal samt uændrede data for forbruger- og erhvervstillid.

Virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder forventes at give et højere afkast end beholdningen af norske obligationer. Omvendt er rentefølsomheden også højere. Hvis den amerikanske centralbank begynder at hæve renten i 2015, forventer vi, at det bliver i et roligt tempo for at undgå finansiell uro. Et scenarie med uændrede eller langsomt stigende renter forventer vi vil være mere fordelagtigt for virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder set i forhold til statsobligationer.

Vi forventer, at 2015 fortsat vil være præget af udviklingen i EU. Valget i Grækenland kan være afgørende for landets håndtering af dets statsgældsforpligtelser og dermed også for EU-medlemskabet. Der er fare for en genoplussen af statsgældskrisen, hvis Grækenland nægter at betale sin gæld, men den afsmittende effekt på andre problemramte lande vil denne gang være væsentlig mindre. Vi forventer også yderligere pengepolitiske tiltag fra ECB. Vi mener, at europæisk økonomi har nået bunden i denne omgang, og at USA vil fortsætte sin stærke vækst. I Norge vil udviklingen i

HORISONT RENTE PLUSS, KLASSE NOK

Andelsklasse under Horisont Rente Plus – Akkumulerende KL

olieprisen blive afgørende. Vi mener ikke, at den nuværende oliepris afspejler en langsigtet ligevægtspris, men det kan fortsat tage nogen tid, inden oliepriserne begynder at stige til et mere naturligt leje.

Vi forventer fortsat mest på virksomhedsobligationer af høj kvalitet frem for statsobligationer. Vi mener, at det løbende merafkast er en god betaling for den øgede risiko, vi løber. Et mindre fald i kreditpræmierne er efter vores opfattelse mere sandsynligt end en stigning, selvom det sidste ikke kan udelukkes i en fortsat usikker verden. Vi vil løbende holde øje med andelsklassens eksponering til hhv. banker og industri set i relation til den til enhver tid gældende vurdering af markedet.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

HORISONT RENTE PLUSS, KLASSE NOK

Andelsklasse under Horisont Rente Plus – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSEN

Denne note viser noteoplysninger, som er specifikke for den enkelte andelsklasse.

NØGLETAL	-	-	-	2013	2014
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	1,03	4,82
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	1,06	4,75
Indre værdi (NOK pr. andel)	-	-	-	101,03	105,90
Nettoresultat (t.NOK)*	-	-	-	8.000	53.644
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	0,72	0,74
Medlemmernes formue (t.NOK)	-	-	-	1.055.099	1.440.539
Antal andele	-	-	-	10.443.480	13.602.747
Stykstørrelse i NOK	-	-	-	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 NOK	1.1.-31.12.2014	8.10.-31.12.2013
Andel af resultat af fællesporteføljen	62.528	9.497
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	8.883	1.497
Klassens resultat	53.644	8.000
Finansielle instrumenter i pct	2014	2013
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2014	2013
Formueværdi i 1.000 NOK		
Medlemmernes formue primo	1.055.099	0
Emissioner i året	1.312.471	1.071.352
Indløsninger i året	÷981.777	÷24.761
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	1.101	507
Overførsel af periodens resultat	53.644	8.000
Medlemmernes formue ultimo	1.440.539	1.055.099
Antal andele		
Andele primo året	10.443.480	0
Emissioner i året	12.673.509	10.689.343
Indløsninger i året	÷9.514.242	÷245.863
Andele ultimo året	13.602.747	10.443.480

HORISONT RENTE PLUSS, KLASSE NOK I

Andelsklasse under Horisont Rente Plus – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer fortrinsvis i obligationer (herunder i statsobligationer udstedt af emerging markets-lande, dvs. lande med lav kreditrating, samt i virksomhedsobligationer), pengemarkedsinstrumenter og indskud i kreditinstitutter, dog kan op til 5 pct. af formuen investeres i aktier. Andelsklassen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer aktier og obligationer samt valutaer. Andelsklassen afdækker delvist valutarisici mod NOK. Udsving i valutakurserne påvirker derfor kun afkastet delvist. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, event-risiko, modpartsrisiko samt valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 3 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2014 et afkast på 5,00 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 4,75 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter. Andelsklassen har indfriet vores forventninger om et positivt afkast i 2014, grundet fald i de underliggende renter.

Markedet

2014 blev overordnet set et pænt år for global økonomi, men under overfladen viser der sig dog store regionale forskelle. En tilspidset konflikt i Østeuropa samt en hastigt faldende oliepris mod slutningen af året satte sit præg på de finansielle markeder, hvor især USA fremstod som det store vækstlokomotiv.

Faldet i olieprisen startede henover sommeren som følge af øget produktion i USA, og tog for alvor til i årets sidste kvartal. I løbet af efteråret skuffede flere centrale makroøkonomiske nøgletal, og i kombination med den fortsatte uro i Østeuropa og frygt for en Ebola-epidemi, faldt aktiemarkederne markant i oktober. Optimismen vendte dog hurtigt tilbage og fra medio oktober og tre uger frem blev det tabte vundet tilbage på aktiemarkederne, drevet af stærke tal fra især den amerikanske økonomi og jobmarked.

Uroen blussede op igen i december og olieprisfaldet fortsatte med at lægge nedadgående pres på selskaber indenfor olieindustrien og lande med stor eksport af olie. Investorerne frygtede på den baggrund, at Rusland ville miste store indtægter fra olien og måske ende i økonomiske problemer. Det medførte også, at den russiske rubel, faldt voldsomt i værdi, og den russiske centralbank forsøgte at forsvare valutaen med voldsomme renteforhøjelser. Det satte gang i endnu en bølge af risikoaversion med kraftige fald i globale aktier og valutaer fra nye markeder.

I årets sidste dage rettede markederne sig igen, og 2014 gav positive afkast over en bred kam.

Den norske 3-årige swap-rente viste en flad til svagt stigende udvikling i første halvår. Derefter faldt renten kraftigt ved flere lejligheder i årets løb. Rentefaldet skyldes hovedsageligt to forhold: en svagere økonomisk udvikling og en lavere rente i Europa end forventet samt efterårets kraftige fald i olieprisen. Fremtidsudsigterne for norsk økonomi blev kraftigt nedjusteret i fjerde kvartal på grund af den lave oliepris og de konsekvenser, den vil få for olieinvesteringerne, samt de følgevirkninger dette vil få for norsk økonomi gene-

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Oktober 2013

Risikoindikator [1-7]: 3

Benchmark: 1% OSEFX, 2% MSCI AC World, 12% Barclays Euro-AGG 500MM Corp A-BBB hedget til NOK, 5% JPM EMBI Global Diversified Hedget til NOK, 40% ST1X og 40% ST4X.

Fondskode: DK0060517829

Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	63,8%
1-3 år	6,0%
3-5 år	18,3%
5-10 år	6,9%
Øvrige inkl. likvide	5,0%

HORISONT RENTE PLUSS, KLASSE NOK I

Andelsklasse under Horisont Rente Plus – Akkumulerende KL

relt. Den norske krone er svækket betydeligt, hvilket bremser faldet i den norske økonomi. Derudover bidrager faldet i kronkursen til en højere inflation, som gør det sværere for Norges Bank at skære kraftigt i renten. Den kreditpræmie, bankerne betaler for at låne penge i markedet, faldt noget i løbet af første halvår og har siden stort set bevæget sig sidelæns.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,25 procentpoint højere end stigningen i benchmark. Merafkastet skyldes hovedsageligt andelsklassens beholdning af norske obligationer, som klarede sig væsentlig bedre end benchmark. En væsentlig årsag til dette var først og fremmest en høj andel af norske kreditobligationer, der gav et væsentlig højere afkast end statsobligationer i perioden.

Andelsklassen har gennem størstedelen af året haft en overvægt af internationale kreditobligationer, der har bidraget positivt til andelsklassens merafkast i forhold til benchmark. Indenfor kreditobligationer var der desuden positive bidrag fra en overvægt af obligationer fra nye markeder, mens der var negative bidrag fra beholdningen af Danske Invest Nordisk Kredittobligasjon, kl. NOK h, der gav mindre afkast end benchmark. Ligeledes var der negativt bidrag til merafkastet fra en undervægt af højt ratede europæiske virksomhedsobligationer. En række af andelsklassens investeringer gav høje positive afkast i 2014. Især Danske Invest Global StockPicking skilte sig ud med et afkast på over 21 pct. målt i NOK, men også Danske Invest Global Realrente Obligasjon, klasse NOK h og Danske Invest Nye Markeder Obligasjon, klasse NOK h bidrog særdeles positivt med afkast på hhv. 11,7 pct. målt i NOK og 7,5 pct. målt i NOK.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Ved indgangen til 2015 har andelsklassen investeret 17 pct. af beholdningen i udenlandske obligationer. Den resterende del af andelsklassen er primært investeret i norske obligationer og i mindre grad aktier. Andelsklassens risiko er derfor både relateret til kreditrisikoen ved investering i lande på de nye markeder, risikoen ved at investere i virksomheder samt risikoen i forhold til renteutviklingen, både globalt og specielt i Norge.

Vi vurderer, at der er to betydelige risici i 2015. For det første kan 2015 gå hen og blive året, hvor vi oplever første skridt i retning af højere renter i USA. Det er isoleret set gode nyheder, da det i så fald forventes at være på baggrund af en økonomisk fremgang med tegn på bæredygtighed. Men det kan give nogle kortsigtede udsving på markederne, som vi oplede det i sommeren 2013. Vi vurderer, at den amerikanske centralbank kan styre processen, hvis der kommer renteforhøjelser. Men vi kan omvendt ikke afskrive turbulens.

I Europa kan en yderligere eskalering af krisen i Ukraine gøre enhver forudsigelse til skamme – men så længe situationen ikke eskalerer yderligere, bør regionen være gennem det værste. Derudover vil de politiske risici med de fremadstormende populistiske partier i såvel Grækenland, Spanien, Italien og Frankrig kunne skabe store overskrifter og dermed uro.

Slutteligt holder vi tæt øje med det kinesiske finansielle system, fordi Kina har stor betydning for udviklingen i nye markeder.

Andelsklassens største eksponering er til banker. Vi anser konkurssandsynligheden for norske banker for at være meget lav i 2015, men kreditpræmierne kan stige og medføre kurstab. En genoplussen af eurokrisen efterfulgt af en europæisk bankkrise kan udløse et sådant scenarie. Et kraftigt fald i norsk økonomi ledsaget af stigende arbejdsløshed og faldende boligpriser vil højst sandsynligt også resultere i en stor stigning i kreditpræmierne.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi går ind i 2015 med investeringerne fastlagt efter en forventning om at lavere ratede virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder fortsat vil give et fornuftigt afkast.

Konkret forventer vi tiltagende vækst i Europa understøttet af en lempelig pengepolitik og et sundere banksystem. Forventningen om lempelig pengepolitik tager udgangspunkt i Den Europæiske Centralbanks seneste udmeldinger om en ufravigelig intention om at støtte de finansielle marked i det nødvendige omfang. For USA's vedkommende forventer vi fortsat robust vækst med afsæt i positive beskæftigelsestal samt uændrede data for forbruger- og erhvervstillid.

Virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder forventes at give et højere afkast end beholdningen af norske obligationer. Omvendt er rentefølsomheden også højere. Hvis den amerikanske centralbank begynder at hæve renten i 2015, forventer vi, at det bliver i et roligt tempo for at undgå finansiell uro. Et scenarie med uændrede eller langsomt stigende renter forventer vi vil være mere fordelagtigt for virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder set i forhold til statsobligationer.

Vi forventer, at 2015 fortsat vil være præget af udviklingen i EU. Valget i Grækenland kan være afgørende for landets håndtering af dets statsgældsforpligtelser og dermed også for EU-medlemskabet. Der er fare for en genoplussen af statsgældskrisen, hvis Grækenland nægter at betale sin gæld, men den afsmittende effekt på andre problemramte lande vil denne gang være væsentlig mindre. Vi forventer

HORISONT RENTE PLUSS, KLASSE NOK I

Andelsklasse under Horisont Rente Plus – Akkumulerende KL

også yderligere pengepolitiske tiltag fra ECB. Vi mener, at europæisk økonomi har nået bunden i denne omgang, og at USA vil fortsætte sin stærke vækst. I Norge vil udviklingen i olieprisen blive afgørende. Vi mener ikke, at den nuværende oliepris afspejler en langsigtet ligevægtspris, men det kan fortsat tage nogen tid, inden oliepriserne begynder at stige til et mere naturligt leje.

Vi forventer fortsat mest på virksomhedsobligationer af høj kvalitet frem for statsobligationer. Vi mener, at det løbende merafkast er en god betaling for den øgede risiko, vi løber. Et mindre fald i kreditpræmierne er efter vores opfattelse mere sandsynligt end en stigning, selvom det sidste ikke kan udelukkes i en fortsat usikker verden. Vi vil løbende holde øje med andelsklassens eksponering til hhv. banker og industri set i relation til den til enhver tid gældende vurdering af markedet.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

HORISONT RENTE PLUSS, KLASSE NOK I

Andelsklasse under Horisont Rente Plus – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSEN

Denne note viser noteoplysninger, som er specifikke for den enkelte andelsklasse.

NØGLETAL	-	-	-	2013	2014
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	0,80	5,00
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	0,67	4,75
Indre værdi (NOK pr. andel)	-	-	-	100,81	105,85
Nettoresultat (t.NOK)*	-	-	-	6.817	184.931
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	0,56	0,57
Medlemmernes formue (t.NOK)	-	-	-	1.203.605	6.405.061
Antal andele	-	-	-	11.939.843	60.513.163
Stykstørrelse i NOK	-	-	-	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 NOK	1.1.-31.12.2014	22.10.-31.12.2013
Andel af resultat af fællesporteføljen	210.018	6.494
Klassespecifikke transaktioner:		
Renter og udbytter	0	1.263
Administrationsomkostninger	25.087	941
Klassens resultat	184.931	6.817
Finansielle instrumenter i pct	2014	2013
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2014	2013
Formueværdi i 1.000 NOK		
Medlemmernes formue primo	1.203.605	0
Emissioner i året	6.214.468	1.232.082
Indløsninger i året	÷ 1.202.940	÷ 36.287
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	4.997	994
Overførsel af periodens resultat	184.931	6.817
Medlemmernes formue ultimo	6.405.061	1.203.605
Antal andele		
Andele primo året	11.939.843	0
Emissioner i året	60.105.570	12.300.806
Indløsninger i året	÷ 11.532.251	÷ 360.963
Andele ultimo året	60.513.163	11.939.843

HORISONT RENTE PLUSS, KLASSE NOK W

Andelsklasse under Horisont Rente Plus – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer fortrinsvis i obligationer (herunder i statsobligationer udstedt af emerging markets-lande, dvs. lande med lav kreditrating, samt i virksomhedsobligationer), pengemarkedsinstrumenter og indskud i kreditinstitutter, dog kan op til 5 pct. af formuen investeres i aktier. Andelsklassen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer aktier og obligationer samt valutaer. Andelsklassen afdækker delvist valutarisici mod NOK. Udsving i valutakurserne påvirker derfor kun afkastet delvist. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, event-risiko, modpartsrisiko samt valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 3 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2014 et afkast på 4,99 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 4,75 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter. Andelsklassen har indfriet vores forventninger om et positivt afkast i 2014, grundet fald i de underliggende renter.

Markedet

2014 blev overordnet set et pænt år for global økonomi, men under overfladen viser der sig dog store regionale forskelle. En tilspidset konflikt i Østeuropa samt en hastigt faldende oliepris mod slutningen af året satte sit præg på de finansielle markeder, hvor især USA fremstod som det store vækstlokomotiv.

Faldet i olieprisen startede henover sommeren som følge af øget produktion i USA, og tog for alvor til i årets sidste kvartal. I løbet af efteråret skuffede flere centrale makroøkonomiske nøgletal, og i kombination med den fortsatte uro i Østeuropa og frygt for en Ebola-epidemi, faldt aktiemarkederne markant i oktober. Optimismen vendte dog hurtigt tilbage og fra medio oktober og tre uger frem blev det tabte vundet tilbage på aktiemarkederne, drevet af stærke tal fra især den amerikanske økonomi og jobmarked.

Uroen blussede op igen i december og olieprisfaldet fortsatte med at lægge nedadgående pres på selskaber indenfor olieindustrien og lande med stor eksport af olie. Investorerne frygtede på den baggrund, at Rusland ville miste store indtægter fra olien og måske ende i økonomiske problemer. Det medførte også, at den russiske rubel, faldt voldsomt i værdi, og den russiske centralbank forsøgte at forsvare valutaen med voldsomme renteforhøjelser. Det satte gang i endnu en bølge af risikoaversion med kraftige fald i globale aktier og valutaer fra nye markeder.

I årets sidste dage rettede markederne sig igen, og 2014 gav positive afkast over en bred kam.

Den norske 3-årige swap-rente viste en flad til svagt stigende udvikling i første halvår. Derefter faldt renten kraftigt ved flere lejligheder i årets løb. Rentefaldet skyldes hovedsageligt to forhold: en svagere økonomisk udvikling og en lavere rente i Europa end forventet samt efterårets kraftige fald i olieprisen. Fremtidsudsigterne for norsk økonomi blev kraftigt nedjusteret i fjerde kvartal på grund af den lave olie-

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Oktober 2013

Risikoindikator [1-7]: 3

Benchmark: 1% OSEFX, 2% MSCI AC World, 12% Barclays Euro-AGG 500MM Corp A-BBB hedget til NOK, 5% JPM EMBI Global Diversified Hedget til NOK, 40% ST1X og 40% ST4X.

Fondskode: DK0060517902

Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	63,8%
1-3 år	6,0%
3-5 år	18,3%
5-10 år	6,9%
Øvrige inkl. likvide	5,0%

NØGLETAL

Active share 81,38

HORISONT RENTE PLUSS, KLASSE NOK W

Andelsklasse under Horisont Rente Plus – Akkumulerende KL

pris og de konsekvenser, den vil få for olieinvesteringerne, samt de følgevirkninger dette vil få for norsk økonomi generelt. Den norske krone er svækket betydeligt, hvilket bremser faldet i den norske økonomi. Derudover bidrager faldet i kronkursen til en højere inflation, som gør det sværere for Norges Bank at skære kraftigt i renten. Den kreditpræmie, bankerne betaler for at låne penge i markedet, faldt noget i løbet af første halvår og har siden stort set bevæget sig sidelæns.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,24 procentpoint højere end stigningen i benchmark. Merafkastet skyldes hovedsageligt andelsklassens beholdning af norske obligationer, som klarede sig væsentlig bedre end benchmark. En væsentlig årsag til dette var først og fremmest en høj andel af norske kreditobligationer, der gav et væsentlig højere afkast end statsobligationer i perioden.

Andelsklassen har gennem størstedelen af året haft en overvægt af internationale kreditobligationer, der har bidraget positivt til andelsklassens merafkast i forhold til benchmark. Indenfor kreditobligationer var der desuden positive bidrag fra en overvægt af obligationer fra nye markeder, mens der var negative bidrag fra beholdningen af Danske Invest Nordisk Kredittobligasjon, klasse NOK h, der gav mindre afkast end benchmark. Ligeledes var der negativt bidrag til merafkastet fra en undervægt af højt ratede europæiske virksomhedsobligationer. En række af andelsklassens investeringer gav høje positive afkast i 2014. Især Danske Invest Global StockPicking skilte sig ud med et afkast på over 21 pct. målt i NOK, men også Danske Invest Global Realrente Obligasjon, klasse NOK h og Danske Invest Nye Markeder Obligasjon, klasse NOK h bidrog særdeles positivt med afkast på hhv. 11,7 pct. målt i NOK og 7,5 pct. målt i NOK.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Ved indgangen til 2015 har andelsklassen investeret 17 pct. af beholdningen i udenlandske obligationer. Den resterende del af andelsklassen er primært investeret i norske obligationer og i mindre grad aktier. Andelsklassens risiko er derfor både relateret til kreditrisikoen ved investering i lande på de nye markeder, risikoen ved at investere i virksomheder samt risikoen i forhold til renteutviklingen, både globalt og specielt i Norge.

Vi vurderer, at der er to betydelige risici i 2015. For det første kan 2015 gå hen og blive året, hvor vi oplever første skridt i retning af højere renter i USA. Det er isoleret set gode nyheder, da det i så fald forventes at være på baggrund af en økonomisk fremgang med tegn på bæredygtighed. Men det kan give nogle kortsigtede udsving på markederne, som vi

oplede det i sommeren 2013. Vi vurderer, at den amerikanske centralbank kan styre processen, hvis der kommer renteforhøjelser. Men vi kan omvendt ikke afskrive turbulens. I Europa kan en yderligere eskalering af krisen i Ukraine gøre enhver forudsigelse til skamme – men så længe situationen ikke eskalerer yderligere, bør regionen være gennem det værste. Derudover vil de politiske risici med de fremadstormende populistiske partier i såvel Grækenland, Spanien, Italien og Frankrig kunne skabe store overskrifter og dermed uro.

Slutteligt holder vi tæt øje med det kinesiske finansielle system, fordi Kina har stor betydning for udviklingen i Nye Markeder. Andelsklassens største eksponering er til banker. Vi anser konkurssandsynligheden for norske banker for at være meget lav i 2015, men kreditpræmierne kan stige og medføre kurstab. En genopblussen af eurokrisen efterfulgt af en europæisk bankkrise kan udløse et sådant scenarie. Et kraftigt fald i norsk økonomi ledsaget af stigende arbejdsløshed og faldende boligpriser vil højst sandsynligt også resultere i en stor stigning i kreditpræmierne.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi går ind i 2015 med investeringerne fastlagt efter en forventning om at lavere ratede virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder fortsat vil give et fornuftigt afkast.

Konkret forventer vi tiltagende vækst i Europa understøttet af en lempelig pengepolitik og et sundere banksystem. Forventningen om lempelig pengepolitik tager udgangspunkt i Den Europæiske Centralbanks seneste udmeldinger om en ufravigelig intention om at støtte de finansielle marked i det nødvendige omfang. For USA's vedkommende forventer vi fortsat robust vækst med afsæt i positive beskæftigelsestal samt uændrede data for forbruger- og erhvervstillid.

Virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder forventes at give et højere afkast end beholdningen af norske obligationer. Omvendt er rentefølsomheden også højere. Hvis den amerikanske centralbank begynder at hæve renten i 2015, forventer vi, at det bliver i et roligt tempo for at undgå finansiell uro. Et scenarie med uændrede eller langsomt stigende renter forventer vi vil være mere fordelagtigt for virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder set i forhold til statsobligationer.

Vi forventer, at 2015 fortsat vil være præget af udviklingen i EU. Valget i Grækenland kan være afgørende for landets håndtering af dets statsgældsforpligtelser og dermed også for EU-medlemskabet. Der er fare for en genopblussen af statsgældskrisen, hvis Grækenland nægter at betale sin

HORISONT RENTE PLUSS, KLASSE NOK W

Andelsklasse under Horisont Rente Plus – Akkumulerende KL

gæld, men den afsmittende effekt på andre problemramte lande vil denne gang være væsentlig mindre. Vi forventer også yderligere pengepolitiske tiltag fra ECB. Vi mener, at europæisk økonomi har nået bunden i denne omgang, og at USA vil fortsætte sin stærke vækst. I Norge vil udviklingen i olieprisen blive afgørende. Vi mener ikke, at den nuværende oliepris afspejler en langsigtet ligevægtspris, men det kan fortsat tage nogen tid, inden oliepriserne begynder at stige til et mere naturligt leje.

Vi forventer fortsat mest på virksomhedsobligationer af høj kvalitet frem for statsobligationer. Vi mener, at det løbende merafkast er en god betaling for den øgede risiko, vi løber. Et mindre fald i kreditpræmierne er efter vores opfattelse mere sandsynligt end en stigning, selvom det sidste ikke kan udelukkes i en fortsat usikker verden. Vi vil løbende holde øje med andelsklassens eksponering til hhv. banker og industri set i relation til den til enhver tid gældende vurdering af markedet.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

HORISONT RENTE PLUSS, KLASSE NOK W

Andelsklasse under Horisont Rente Plus – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSEN

Denne note viser noteoplysninger, som er specifikke for den enkelte andelsklasse.

NØGLETAL	-	-	-	2013	2014
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	0,82	4,99
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	0,67	4,75
Indre værdi (NOK pr. andel)	-	-	-	100,82	105,85
Nettoresultat (t.NOK)*	-	-	-	340	24.081
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	0,58	0,60
Medlemmernes formue (t.NOK)	-	-	-	272.704	780.657
Antal andele	-	-	-	2.704.794	7.375.266
Stykstørrelse i NOK	-	-	-	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 NOK	1.1.-31.12.2014	22.10.-31.12.2013
Andel af resultat af fællesporteføljen	27.657	413
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	3.577	74
Klassens resultat	24.081	340
Finansielle instrumenter i pct	2014	2013
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2014	2013
Formueværdi i 1.000 NOK		
Medlemmernes formue primo	272.704	0
Emissioner i året	791.108	272.174
Indløsninger i året	÷307.953	÷55
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	717	244
Overførsel af periodens resultat	24.081	340
Medlemmernes formue ultimo	780.657	272.704
Antal andele		
Andele primo året	2.704.794	0
Emissioner i året	7.621.385	2.705.335
Indløsninger i året	÷2.950.912	÷542
Andele ultimo året	7.375.266	2.704.794

JAPAN

Investerer i japanske aktier. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investo- rernes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrap- portens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldest- gørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i japanske aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på japan- ske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, enkeltlanderrisiko, selskabsspeci- fikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko- forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i årsrap- portens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav et afkast på 9,43 pct. i 2014, mens bench- mark steg 9,09 pct. Afdelingens afkast var således tilfreds- stillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har ind- friet vores forventninger om positivt afkast. Men konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

Markedet faldt i starten af 2014 som følge af udenlandske investo- rers hjemtagning af gevinst og usikkerhed omkring fremtidige momsforhøjelser.

Markedet i Tokyo oplevede stigninger fra maj måned i for- håbning om selskabsskattelettelser, statspensionsreformer, en svækkelse af yennen og robust indtjening i virksomhe- derne. I oktober blev markedsudsvingene imidlertid øget på grund af voksende pessimisme blandt de globale investorer.

Mod slutningen af 2014 steg markederne igen som følge af yderligere pengepolitiske lempelser fra den japanske central- bank og aftagende frygt for en økonomisk opbremsning, da den næste momsforhøjelse blev udskudt. Rentesænkningen i Kina, en robust amerikansk økonomi og den faldende oliepris var også med til at understøtte de japanske aktier.

Den japanske centralbanks yderst lempelige pengepolitik fik yennen til at falde til den laveste kurs over for den amerikan- ske dollar siden juli 2007.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,34 procentpoint højere end ændrin- gen i benchmark. Afdelingens sektorvalg bidrog negativt til resultatet. Overvægten inden for finans og undervægten inden for konsumentvarer bidrog negativt til resultatet, men dette blev til dels opvejet af undervægten inden for energi. Finans, fast ejendom, investeringsbanker samt de store banker klarede sig dårligt som følge af et skift i indtjeningen i forhold til ultimo 2013. Konsumentvarer gav et pænt afkast, da investorerne gik efter selskaber med evnen til at skabe stærk likviditet. Den faldende oliepris tyngede de råvareeks- ponerede sektorer som f.eks. energi.

Aktievalget bidrog positivt til afdelingens resultat. Aktieval- get inden for telekommunikation og it trak op i det relative afkast. Papirvalget inden for sundhedspleje trak til gengæld ned i det relative afkast. Der var positive bidrag fra Minebea inden for sektoren industri, Seiko Epson inden for it og Fuji Heavy Industries (FHI) inden for forbrugsgoder. Sumitomo Realty & Development og Nomura Holdings inden for finans og Mitsui OSK Lines inden for industri trak ned i afdelingens relative afkast. Nulvægten af Astellas Pharma bidrog nega- tivt, mens undervægten af SoftBank inden for telekommuni- kation bidrog positivt til afdelingens relative afkast.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: November 1997
Risikoindikator [1-7]: 6
Benchmark: MSCI Japan inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0015971675
Porteføljeraðgiver: DAIWA SB Investments (UK) Ltd.

BRANCHEFORDELING

Industri	22,7%
Forbrugsgoder	22,3%
Finans	21,8%
Informationsteknologi	12,5%
Materialer	6,2%
Øvrige inkl. likvide	14,5%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,55
Standardafvigelse	13,47
Tracking error	2,12
Information Ratio	-0,40
Sharpe Ratio (benchm.)	0,63
Standardafvigelse (benchm.)	13,11
Active share	64,66

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

JAPAN

Minebea, som fremstiller elektroniske dele, viste fortsat stærk lønsomhed takket være solid efterspørgsel fra auto-, elektronik- og industrisektorerne. Seiko Epson steg på baggrund af øget salg af blækprintere til de nye markeder og virksomheder. FHI steg som følge af fortsat solidt salg i USA.

Selskaber inden for finans, herunder Sumitomo R&D, oplevede fortsat kursfald som følge af den faldende risikovillighed blandt investorerne. Lav aktivitet på kapitalmarkederne medførte et fald i Nomura HD. Mitsui OSK Lines oplevede et fald oven på faldende fragtvolumen.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den politiske udvikling som risikofaktor gælder særligt de japanske aktier. Efter at premierminister Abe vandt valget til underhuset, ser vi en risiko for, at han måske vil bruge magten til at fokusere på andre områder end økonomien, ikke mindst udenrigspolitik og sikkerhed, og de økonomiske reformer måske vil glide lidt i baggrunden.

Vi er dog overordnet positive omkring Japan. Abe har brug for en stor opbakning i befolkningen og har derfor behov for at kunne fastholde et positivt aktiemarked for at øge sin popularitet. Han vil derfor næppe nedprioritere den økonomiske politik og strukturreformerne, men vil have udenrigspolitik og sikkerhed som andre prioritetsområder.

En kraftig styrkelse af den japanske yen kan medføre, at afdelingen klarer sig relativt dårligere end benchmark, da porteføljen har en overvægt inden for eksportvirksomheder (bil- og maskinproducenter). Der er på kort sigt mulighed for en styrkelse af yennen grundet skuffelse over premierminister Abes økonomiske reformer, den amerikanske centralbanks (Fed) udskydelse af renteforhøjelserne og en opbremsning i global økonomi som følge af yderligere fald i olieprisen og et skifte til mindre risikovillighed ansporet af geopolitiske risici.

Vi forventer dog en gradvis svækkelse af yennen, da den japanske centralbank fastholder sin yderst lempelige politik, amerikansk økonomi fortsætter de positive takter, og Fed hæver renten i 2015.

En væsentlig forværring af erhvervskreditmarkedet kan få negativ indvirkning på vores overvægt inden for finans. Vi forventer dog ikke en sådan forværring, da kreditvilkårene for de japanske selskaber næsten aldrig har været bedre.

Vi er tilbageholdne inden for sundhedspleje og har fortsat en undervægt i denne sektor, da det er dyrt at udvikle nye lægemidler, og det forventes, at de større medicinalsselskaber fortsat vil opleve patentudløb. Hvis denne forventning ikke bliver opfyldt, kan det påvirke afdelingens resultat i negativ retning.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive, men beherskede afkast på aktiemarkederne i 2015, understøttet af vækst i selskabernes indtjening. Dette er baseret på en forventning om, at den pæne økonomiske vækst i USA fortsætter i 2015, samtidig med at væksten i Europa forventes at stige. Der er dog risiko for tilbagefald i aktiekurserne, hvis væksten skuffer, eller der opstår fornyet usikkerhed om fremtiden. Blandt de mange forhold, der vil kunne udløse dette, er politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, frygt for en strammere pengepolitik i USA, en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten og skuffende vækst i Kina.

På den korte bane forventer vi, at det japanske marked måske vil klare sig relativt godt takket være en positiv udvikling på hjemmemarkedet, herunder en lempelig pengepolitik, en svækket valuta og fremgang oven på et dyk udløst af momsforhøjelsen.

På mellemlangt sigt (9-12 mdr.) vil udviklingen i de japanske selskaber, ikke mindst tiltag til at øge egenkapitalforrentningen og forbedre selskabsledelsen, give et varigt løft til japansk økonomi. Adskillige reformer, som alle fokuserer på god selskabsledelse og selskabernes egenkapitalforrentning, vinder indpas.

Med hensyn til sektorvægtning fastholder vi vores overvægt inden for industri (byggeri og maskiner). Inden for byggeri forventer vi flere investeringer i den indenlandske byggeaktivitet. Store anlægsinvesteringer i Japan og USA ventes at understøtte stigende indtjening blandt maskinproducenterne. Vi fastholder vores positive syn på finanssektoren, som leverer attraktive udbytter og solid indtjening. Som følge af ikke-attraktive værdiansættelser fastholder vi undervægten inden for sundhedspleje. Inden for aktievalg ser vi gode muligheder i selskaber indenfor e-handel og indenlandsk forbrug, der står til at nyde godt af stigende indenlandsk efterspørgsel.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

JAPAN

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	0	+62
2 Udbytter	19.000	19.445
I alt renter og udbytter	19.000	19.383
3 Kursgevinster og -tab:		
Kapitalandele	87.920	168.661
Valutakonti	13	+1.193
Øvrige aktiver/passiver	6	+11
4 Handelsomkostninger	+1.045	+1.513
I alt kursgevinster og -tab	86.894	165.945
I alt indtægter	105.893	185.327
5 Administrationsomkostninger	13.220	14.090
Resultat før skat	92.674	171.238
6 Skat	2.865	1.412
Årets nettoresultat	89.809	169.826
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	+30.417	607.467
Overført fra sidste år	+565.798	16.496
I alt formuebevægelser	+596.215	623.962
Til disposition	+506.406	793.788
7 Til rådighed for udlodning	+532.869	+565.798
Overført til udlodning næste år	+532.869	+565.798
Overført til formuen	26.463	1.359.586

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	12.850	13.101
I alt likvide midler	12.850	13.101
Kapitalandele:		
Not. aktier fra udl. selskaber	1.071.244	924.723
Unot. kap.andele fra udl. selsk.	0	2.070
I alt kapitalandele	1.071.244	926.793
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	650	236
Mellemvær. vedr. handelsaf v.	265	0
Aktuelle skatteaktiver	19	0
I alt andre aktiver	934	236
Aktiver i alt	1.085.028	940.129
PASSIVER		
8 Medlemmernes formue	1.083.812	936.843
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	726	3.287
Mellemvær. vedr. handelsaf v.	491	0
I alt anden gæld	1.217	3.287
Passiver i alt	1.085.028	940.129

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	23,85	+13,93	6,38	19,59	9,43
Benchmarkafkast (pct.)	23,64	+11,70	6,93	21,66	9,09
Indre værdi (DKK pr. andel)	78,32	67,41	70,72	84,57	92,55
Nettoresultat (t.DKK)	357.381	+274.155	108.128	169.826	89.809
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	1,00	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,30	1,38	1,39	1,39	1,39
ÅOP	1,60	1,77	1,75	1,79	1,74
Omsætningshastighed (antal gange)	0,33	0,55	0,83	0,93	0,89
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.885.531	1.636.447	1.489.263	936.843	1.083.812
Antal andele	24.073.513	24.274.748	21.059.045	11.077.329	11.710.242
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

JAPAN

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE
(FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	0	÷62
I alt renteindtægter	0	÷62

NOTE 2: UDBYTTET I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	18.969	19.445
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	30	0
I alt udbytter	19.000	19.445

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	87.060	168.906
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	860	÷245
Valutakonti	13	÷1.193
Øvrige aktiver/passiver	6	÷11
Handelsomkostninger	÷1.045	÷1.513
I alt kursgevinster og -tab	86.894	165.945

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷1.156	÷2.282
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	111	769
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷1.045	÷1.513

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	7
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	6
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	4
Markedsføringsomkostninger	0	0	3.759	246
Gebyrer til depotselskab	0	0	554	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	2.513	19
Øvrige omkostninger	94	32	81	83
Managementhonorar	11.878	0	6.619	0
Fast administrationshonorar	1.216	0	198	0
I alt opdelte adm.omk.	13.188	32	13.725	365
I alt adm.omkostninger		13.220		14.090

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljearbejdning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noter til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne m.v., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 6: SKAT I 1.000 DKK	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	2.865	1.412
I alt skat	2.865	1.412

NOTE 7: TIL RÅDIGHED FOR UDLØSNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	19.000	19.383
Ikke refunderbar udbytteskat	÷2.865	÷1.412
Regulering vedr. udbytteskat m.v.	÷20	0
Kursgevinst til udlodning	46.552	125.272
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	13.220	14.090
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	÷30.417	607.467
Fremførbare tab fra sidste år	0	÷1.331.530
Udlodning overført fra sidste år	÷565.798	16.496
I alt til rådighed for udlodning, brutto	÷546.768	÷578.415
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	÷13.899	÷12.617
I alt til rådighed for udlodning, netto	÷532.869	÷565.798

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	11.077.329	936.843	21.059.045	1.489.263
Emissioner i året	1.349.613	118.023	1.495.780	121.549
Indløsninger i året	÷716.700	÷61.205	÷11.477.496	÷844.889
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		342		1.094
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		30.417		÷607.467
Overført til udlodning fra sidste år		565.798		÷16.496
Overført til udlodning næste år		÷532.869		÷565.798
Overførsel af periodens resultat		26.463		1.359.586
I alt medlemmernes formue	11.710.242	1.083.812	11.077.329	936.843

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,8	98,7
Øvrige finansielle instrumenter	0,0	0,2
I alt finansielle instrumenter	98,8	98,9
Øvrige aktiver og passiver	1,2	1,1
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallevej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

KINA

Investerer i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Kina, Macao eller Hongkong. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Kina, Macao, Hongkong eller Taiwan, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på kinesiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, enkeltlandrisiko, selskabsspecifikke forhold, nye markeder/emerging markets, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 20,68 pct., mens benchmark steg 22,71 pct. Afkastet var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter og har mere end indfriet vores forventninger om positivt afkast, men konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving.

Markedet

Aktiemarkederne i Kina og Hongkong faldt i løbet af første halvår 2014 som følge af frygt for en opbremsning i den økonomiske vækst og et trægt ejendomsmarked. De økonomiske nøgletal fortsatte med at ligge i den lave ende, og den kinesiske regering offentliggjorde målrettede stimuli og pengepolitiske lempelser for at fremme væksten i verdens næststørste økonomi. Med hjælp fra yderligere stimuli oplevede markederne høje afkast i andet halvår. Stemningen i markedet blev hjulpet på vej af den kinesiske regerings gunstige justeringer af ejendoms politikken, som gav et løft til det træge ejendomsmarked. I november udløste den første rentesænkning i to år kraftige kursstigninger på kinesiske aktier. Den kinesiske centralbank sænkede uventet den etårige udlånsrente med 40 basispoint til 5,6 pct. og sænkede samtidig den et-årige indskudsrente med 25 basispoint til 2,75 pct. Dette udløste forventninger om yderligere rentesænkninger ved indgangen til 2015 og udløste kursstigninger i sektorer som f.eks. mæglere og banker, men uden hensyntagen til langsigtede økonomiske udsigter.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 2,03 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Aktievalget i industri- og energisektorerne gav det største bidrag, og det samme var tilfældet med overvægten af it-sektoren. Afdelingens største bidrag for perioden kom fra overvægten af Kinas førende selskab inden for integrerede løsninger til vand- og spildevandsrensning Sound Global. Aktien fortsatte vinderkursen i oktober oven på høj vækst i indtjeningen som følge af vigtige kontraktordrer. Vores manglende investeringer i Kinas store olie- og gasselskaber, herunder CNOOC, China Oilfield Services og Kunlun Energy, bidrog også positivt til afdelingens resultat, efter at disse selskabers aktiekurser blev tyngt af bekymringer om, at den lave oliepris kunne underminere deres indtjeningsforventninger de kommende år.

Derimod kom de negative bidrag primært fra aktievalget inden for forbrugsgoder og finans. En svækket økonomi kombineret med den pludselige og kraftige vækst inden for e-handel har lagt et væsentligt pres på forbrugsgoder, og

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: April 2003
Risikoindeksator [1-7]: 6
Benchmark: MSCI China Index inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0010295336
Porteføljeraðgiver: Schroder Investment Management (Hong Kong) Limited

BRANCHEFORDELING

Finans	38,5%
Industri	11,6%
Forbrugsgoder	10,8%
Informationsteknologi	10,4%
Telekommunikationsserv	9,9%
Øvrige inkl. likvide	18,8%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,46
Standardafvigelse	14,33
Tracking error	3,97
Information Ratio	-0,45
Sharpe Ratio (benchm.)	0,58
Standardafvigelse (benchm.)	14,29
Active share	47,39

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

KINA

aktier i detailsektoren var blandt de væsentligste negative bidragsydere i 2014. Det gælder bl.a. Springland International og Intime Retail samt Trinity, en detailforhandler af eksklusivt herretøj. Bekymring om faldende salgsvækst, som følge af aktiviteter fra bevægelsen Occupy Central i Hongkong, har tynget sidstnævntes aktiekurs. Afdelingens overvægt af ejendomsudviklingselskabet Gemdale trak også ganske meget ned i resultatet, da aktiekursen tabte pusten i den trykkede stemning, der fulgte med afmatningen på Kinas ejendomsmarked.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Efter Kinas skelsættende Tredje Plenum i november 2013 er landet nu i gang med at implementere de planlagte reformer, omend man kun lige er begyndt på det, der bliver en langvarig proces. Reformprocessen og dens succes på længere sigt vil afhænge af fremtidige politikker og deres implementering, hvilket igen bygger på regeringens vilje til at holde kursen og indføre de planlagte reformer, også når der opstår modvind i forhold til vækst og arbejdsløshed. På kort sigt kommer ændringerne formentlig til at gøre ondt, som den nuværende vækstafmatning viser, og indtjening og marginer kommer formentlig under pres.

Der er fortsat risici forbundet med landets skyggebankssystem. I en periode med deflation er omsætning og marginer fortsat under pres, mens økonomien bremser op under de økonomiske strukturreformer. Der forventes derfor fortsat en stigning i misligholdte lån og konkurser i 2015, selvom vi ikke forventer, at dette vil føre til omfattende systemiske risici.

Afdelingen er mest eksponeret mod og har sine primære overvægtspositioner inden for forbrugsgoder, producenter af jernbaneudstyr, sundhedspleje, alternativ energi samt internet. Hvorvidt regeringen vil kunne vende Kinas vækstmodel fra at være investeringsdrevet til at være forbrugsdrevet vil være afgørende for kursstigningspotentialer i disse aktier. Afdelingen undervægtter fortsat banksektoren som følge af udsigterne til flere misligholdte lån og indsnævrede marginer efter den seneste tids asymmetriske rentesænkninger. Vi afholder os fortsat fra at investere i cyklisk industri og råvaresektorerne på grund af usikkerheden om flere år med strukturel nedgang i efterspørgslen, mens Kina genfinder balancen efter at have forladt den investeringsdrevne model. Hvis de kinesiske myndigheder derimod afviger fra den udstukne reformkurs og vender tilbage til tidligere praksis (herunder endnu en runde med enorme stimuliltag), som førte til den nuværende overdrevne kreditgivning og de kraftige kursstigninger i 2009, vil det indebære risici for afdelingen i et stigende marked.

Forventninger til markedet samt strategi

Ved indgangen til 2015 forventes den økonomiske vækst i Kina at bremse yderligere op som følge af fortsatte reformer og afmatning på ejendomsmarkedet. Der er også udsigt til gunstig likviditet i markedet med plads til rentesænkninger (som det er sket på det seneste) og målrettet politisk støtte. Kina vil søge at styre sin gigantiske økonomi væk fra eftervirkningerne af den overdrevne kreditgivning, men samtidig prøve at undgå en finanskrise eller destabilisering af økonomien og samfundet som helhed. I et sådant scenarie vil der fortsat være pres på marginerne, og det kan være svært at få øje på en væsentlig styrkelse af aktiemarkedet som følge af overraskende indtjening og grundlæggende forhold. Stemningen på markedet, som har fået et løft efter de nylige rentesænkninger og forventninger om yderligere politiske indgreb, kan dog styrke aktiemarkedet på kort sigt.

Reformer og politiske ordninger vil fortsat spille en stor rolle i Kina, og vi forventer stadig at kunne finde udvalgte selskaber. Det vil ske gennem en evaluering af, hvordan politikerne påvirker de specifikke virksomheder i stedet for at investere efter et tema eller sektorer uden at kigge på selskabsspecifik dynamik og grundlæggende forhold. Hvis vi ser frem mod næste år, ser vi fortsat muligheder inden for forsikring og forbrugsgoder samt internet og tjenesteydelser, samtidig med at Kina bliver en stadig mere forbrugsdrevet økonomi, og vi ser nærmere på selskaber med aktiviteter inden for atomkraft. Politisk og statslig støtte vil også fortsat være til gavn for sundhedspleje, miljøbeskyttelse og ren energi.

Afdelingen er derfor mest eksponeret mod og har sine primære overvægtspositioner inden for forbrugsgoder, producenter af jernbaneudstyr, sundhedspleje, alternativ energi samt teknologi. Derimod fastholder vi afdelingens undervægt af banker og andre cykliske sektorer i modgang, herunder misligholdte lån og overkapacitet i en situation med svag økonomisk vækst og reformer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

KINA

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteudgifter	0	2
2 Udbytter	13.180	16.001
I alt renter og udbytter	13.180	15.999
3 Kursgevinster og -tab:		
Kapitalandele	74.701	+3.983
Valutakonti	1.252	5.904
Øvrige aktiver/passiver	÷2	÷54
4 Handelsomkostninger	÷1.768	÷2.806
I alt kursgevinster og -tab	74.183	+939
I alt indtægter	87.363	15.060
5 Administrationsomkostninger	7.202	9.421
Resultat før skat	80.160	5.638
6 Skat	892	1.192
Årets nettoresultat	79.269	4.446
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	÷3.420	÷8.914
Overført fra sidste år	290	0
I alt formuebevægelser	÷3.130	÷8.914
Til disposition	76.138	+4.468
7 Til rådighed for udlodning	33.027	51.837
Foreslået udlodning	32.830	51.548
Overført til udlodning næste år	196	290
Overført til formuen	43.112	÷56.305

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	4.705	9.716
I alt likvide midler	4.705	9.716
Kapitalandele:		
Not. aktier fra udl. selskaber	460.448	524.476
I alt kapitalandele	460.448	524.476
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter; udbytter m.m.	231	75
Mellemvær: vedr. handelsaf v.	842	2.236
I alt andre aktiver	1.073	2.311
Aktiver i alt	466.226	536.503
PASSIVER		
8 Medlemmernes formue	464.318	532.825
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	334	3.678
Mellemvær: vedr. handelsaf v.	1.574	0
I alt anden gæld	1.908	3.678
Passiver i alt	466.226	536.503

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	19,82	÷18,73	18,66	2,29	20,68
Benchmarkafkast (pct.)	21,29	÷16,17	20,77	3,58	22,71
Indre værdi (DKK pr. andel)	203,01	149,82	170,07	168,49	182,44
Nettoresultat (t.DKK)	164.756	÷173.183	119.567	4.446	79.269
Udbytte (DKK pr. andel)	17,00	7,25	5,00	16,30	12,90
Administrationsomkostninger (pct.)	1,59	1,60	1,61	1,59	1,60
ÅOP	2,31	2,27	2,29	2,39	2,32
Omsætningshastighed (antal gange)	0,57	0,45	0,45	0,85	0,58
Medlemmernes formue (t.DKK)	979.761	672.139	711.277	532.825	464.318
Antal andele	4.826.173	4.486.184	4.182.216	3.162.439	2.544.984
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

KINA

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE
(FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2014	2013
Andre renteudgifter	0	2
I alt renteudgifter	0	2

NOTE 2: UDBYTTER I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	13.180	16.001
I alt udbytter	13.180	16.001

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	74.701	÷3.983
Valutakonti	1.252	5.904
Øvrige aktiver/passiver	÷2	÷54
Handelsomkostninger	÷1.768	÷2.806
I alt kursgevinster og -tab	74.183	÷939

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷2.103	÷3.294
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	335	488
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷1.768	÷2.806

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	4
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	4
Andre honorarer til revisorer	0	0	1	2
Markedsføringsomkostninger	0	0	2.563	140
Gebyrer til depotselskab	0	0	329	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	2.096	11
Øvrige omkostninger	56	18	46	48
Managementhonorar	6.558	0	4.055	0
Fast administrationshonorar	571	0	123	0
I alt opdelte adm.omk.	7.185	18	9.212	210
I alt adm.omkostninger		7.202		9.421

Foreningens aftale med investeringsforvaltningselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetægelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger; fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne mv., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden afslutningen er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 6: SKAT I 1.000 DKK	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	892	1.192
I alt skat	892	1.192

NOTE 7: TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	13.180	15.999
Ikke refunderbar udbytteskat	÷892	÷1.192
Kursgevinst til udlodning	31.071	55.366
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	7.202	9.421
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	÷3.420	÷8.914
Udlodning overført fra sidste år	290	0
I alt til rådighed for udlodning, netto	33.027	51.837

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	3.162.439	532.825	4.182.216	711.277
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		÷51.548		÷20.911
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		5.962		935
Emissioner i året	30.330	4.387	41.447	6.913
Indløsninger i året	÷647.785	÷106.711	÷1.061.224	÷170.409
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		134		573
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		3.420		8.914
Overført til udlodning fra sidste år		÷290		0
Overført til udlodning næste år		196		290
Foreslået udlodning		32.830		51.548
Overførsel af periodens resultat		43.112		÷56.305
I alt medlemmernes formue	2.544.984	464.318	3.162.439	532.825

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,2	98,4
I alt finansielle instrumenter	99,2	98,4
Øvrige aktiver og passiver	0,8	1,6
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

KLIMATRENDS

Investerer globalt i aktier i selskaber, som ventes at drage fordel af udviklingen på klima- eller miljøområdet, herunder i selskaber, som bidrager til forbedring af klima- eller miljøforhold. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investerings-markederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer globalt i aktier i selskaber, som ventes at drage fordel af udviklingen på klima- eller miljøområdet, herunder i selskaber, som bidrager til forbedring af klima- eller miljøforhold, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i klima- og miljøaktier. Afdelingen afkast kan svinge meget som følge af ændringer i den politiske understøttelse af klimamaet, udsving i energi- og råvarepriser samt ændringer i videnskabelige analyser vedrørende området. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, risici tilknyttet investeringsområdet (klimaområdet), modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nær-mere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav et afkast på 7,20 pct., mens benchmark steg

19,27 pct. Afkastet var således ikke tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har indfriet vores forventninger om positivt afkast. Konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving.

Markedet

Der var kursstigninger på de globale aktiemarkeder i 2014. Anført af Nordamerika, som oplevede fortsat stigende økonomisk vækst, klarede de udviklede lande sig bedre end de nye markeder. De centrale temaer i 2014 var varierende vækst mellem regionerne og tiltag fra centralbankerne. Mens opsvinget i amerikansk økonomi udløste bekymring om en mulig stramning af pengepolitikken, førte afmatningen i euroområdet med fortsat lav inflation til pengepolitiske lempelser i Europa. Samtidig udeblev væksten også i Japan, hvilket førte til pengepolitiske lempelser. Markedsstemningen var præget af geopolitiske spændinger i Ukraine og Mellemøsten, som påvirkede energipriserne. Det var dog OPEC's beslutning om ikke at skære i olieproduktionen, der i december fik olieprisen til at falde til det laveste niveau i fire år. Energieffektivitet og miljøressourcer udgjorde de stærkeste temaer inden for klimaforandring, mens aktier inden for ren energi klarede sig dårligst.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 12,07 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Vores valg af aktier indenfor materialer bidrog positivt til resultatet, men det blev mere end opvejet af dårlige aktievalg inden for it og forbrugsgoder. Vores valg af sektorer trak også lidt ned i resultatet som følge af afdelingens overvægt i den industrielle sektor og fravalg af sundhedspleje. På tværs af regionerne gav såvel aktievalg som aktieallokering et lavere afkast end benchmark. Stillehavsområdet ekskl. Japan bidrog mest til resultatet, mens Nordamerika og Storbritannien trak mest ned.

Selskabet Cree trak mest ned i resultatet. Selskabets aktie kom under pres som følge af skuffende salg og bruttofortjeneste, idet selskabet stod over for øget konkurrence inden for LED-belysning og var nødt til at sænke deres priser. Vi har fortsat tiltro til temaet og vores investering i selskabet,

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: November 2009
Risikoindikator [1-7]: 6
Benchmark: MSCI World inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0060187698
Porteføljeraðgiver: Schroder Investment Management Limited

BRANCHEFORDELING

Industri	28,4%
Informationsteknologi	23,4%
Forbrugsgoder	22,1%
Materialer	7,1%
Forsyning	6,1%
Øvrige inkl. likvide	12,9%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,67
Standardafvigelse	10,96
Tracking error	5,05
Information Ratio	-1,04
Sharpe Ratio (benchm.)	1,43
Standardafvigelse (benchm.)	8,77
Active share	97,92

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

KLIMATRENDS

som er en af afdelingens LED-relaterede investeringer. Netbutikken ASOS var også under pres. Aktien faldt tilbage primært som følge af valutakursbevægelser, som først påvirkede salget og derefter marginerne, da selskabet var nødt til at give kraftige rabatter på ikke-solgte varer. Omkostninger forbundet med udvikling af driftsaktiviteterne i Kina og Rusland påvirkede også lønsomheden negativt. Vi har for nylig solgt positionen som følge af denne udvikling.

Sealed Air bidrog mest til resultatet, da selskabet opnåede højere marginer som følge af en forbedret prispolitik og omkostningsbesparelser. Der var også kursstigninger til Tractor Supply, som overgik analytikernes forventninger takket være sin stærke franchise-struktur. Selskabet opnåede en kraftig salgsmængde, en højere driftsmargin og stigende indtjening.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Da klimaforandringstemaet har fokus på den industrielle omstilling til en økonomi med lav CO²-udledning, har vi en naturlig høj eksponering mod de dele af markedet, der er mere følsomme over for global økonomisk vækst (med forsyning som den væsentligste undtagelse). Vi forventer, at disse dele af markedet vil klare sig godt i takt med, at vendingen i verdensøkonomien fortsætter, men opstår der større problemer undervejs, kan det bremse opsvinget. Det vil formentlig påvirke afdelingens resultat på kort sigt.

I Japan ser vi fortsat mange attraktive investeringer inden for klimaforandring, og her har afdelingen således stadigvæk sin største regionale overvægt. Hvis den japanske regerings økonomiske støttepakke ikke har den ønskede effekt, kan det få negativ indvirkning på vores investeringer.

For de selskaber, der konkurrerer på globalt plan, vil en yderligere svækkelse af yennen forringe deres konkurrenceevne og dermed også kunne påvirke afdelingens afkast negativt.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive, men beherskede afkast på aktiemarkedet i 2015, understøttet af vækst i selskabernes indtjening. Dette er baseret på en forventning om, at den pæne økonomiske vækst i USA fortsætter i 2015, samtidig med at væksten i Europa forventes at stige. Der er dog risiko for tilbagefald i aktiekurserne, hvis væksten skuffer, eller der opstår fornyet usikkerhed om fremtiden. Blandt de mange forhold, der vil kunne udløse dette, er politisk uro om det

fremtidige samarbejde i Europa, frygt for en strammere pengepolitik i USA, en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten og skuffende vækst i Kina.

FN's meget vigtige klimatopmøde afholdes i december 2015, og vi forventer, at klimaforandringerne vil blive rykket frem på politikernes og investorernes dagsorden, efterhånden som året skrider frem.

Vi er fortsat overbeviste om, at de yderst attraktive afkast på investeringerne i energieffektivitet gør det til det mest interessante tema på kort sigt. Således er mere end halvdelen af porteføljens investeringer rettet mod denne uensartede tendens, og afdelingen har en relativ stor andel af investeringer indenfor lys, materialer og energibesparende teknologier til bolig og industri. Afdelingen er inden for energisektoren positioneret til at undgå olieindustrien, og det bør afskærme den mod effekten af den globalt faldende oliepris.

Håndteringen af klimaforandringerne vil i høj grad påvirke den globale økonomi. De langsigtede politiske målsætninger om at reducere udledningen af drivhusgasser kræver ikke mindre end en industriel revolution til at sikre overgangen til en økonomi med lave CO²-udledninger. Tilpasningen til en vis mængde klimaforandringer, som allerede er uundgåelige, og afværgelsen af yderligere klimaforandringer via en overgang til lavere CO²-udledninger vil således med tiden berøre alle brancher. Vi vurderer derfor, at en dynamisk og stadigt udviklende tilgang på tværs af alle sektorer er den bedste måde at udnytte investeringsmulighederne på. Vejen mod en økonomi med lav CO²-udledning er forudsigelig, men vi mener ikke, at aktiemarkedet helt har forstået eller indregnet den. Den kraftige vækst og det relative værdiansættelsespotentiale, som klimaforandringerne repræsenterer for investorerne, udgør derfor en stor mulighed for at skabe merafkast. Vi vurderer, at en portefølje med konstant fokus på disse aktier med tiden vil klare sig bedre end globale aktier.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

KLIMATRENDS

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	0	1
2 Udbytter	2.699	3.160
I alt renter og udbytter	2.699	3.161
3 Kursgevinster og -tab:		
Kapitalandele	11.555	47.280
Afledte finansielle instr.	0	63
Valutakonti	20	160
Øvrige aktiver/passiver	3	÷1
4 Handelsomkostninger	÷269	÷269
I alt kursgevinster og -tab	11.310	47.233
I alt indtægter	14.010	50.394
5 Administrationsomkostninger	2.788	3.632
Resultat før skat	11.222	46.762
6 Skat	194	÷464
Årets nettoresultat	11.028	47.226
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	÷1.849	÷2.531
Overført fra sidste år	0	218
I alt formuebevægelser	÷1.849	÷2.313
Til disposition	9.179	44.913
7 Til rådighed for udlodning	18.143	13.067
Foreslået udlodning	18.143	13.067
Overført til formuen	÷8.963	31.846

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	2.678	6.027
I alt likvide midler	2.678	6.027
Kapitalandele:		
Not. aktier fra DK selskaber	2.293	2.509
Not. aktier fra udl. selskaber	158.696	187.832
I alt kapitalandele	160.989	190.341
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	51	20
Aktuelle skatteaktiver	312	462
I alt andre aktiver	363	482
Aktiver i alt	164.030	196.850
PASSIVER		
8 Medlemmernes formue	163.909	195.888
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	121	962
I alt anden gæld	121	962
Passiver i alt	164.030	196.850

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	10,62	÷9,94	10,00	26,24	7,20
Benchmarkafkast (pct.)	19,71	÷2,64	14,49	21,19	19,27
Indre værdi (DKK pr. andel)	122,85	101,34	106,33	127,42	127,39
Nettoresultat (t.DKK)	39.965	÷39.967	27.819	47.226	11.028
Udbytte (DKK pr. andel)	10,00	5,00	5,75	8,50	14,10
Administrationsomkostninger (pct.)	1,53	1,60	1,50	1,82	1,60
ÅOP	2,00	2,18	1,96	2,23	2,02
Omsætningshastighed (antal gange)	0,39	0,65	0,38	0,35	0,40
Medlemmernes formue (t.DKK)	377.729	315.618	236.562	195.888	163.909
Antal andele	3.074.674	3.114.429	2.224.865	1.537.281	1.286.708
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

KLIMATRENDS

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE
(FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	0	1
I alt renteindtægter	0	1

NOTE 2: UDBYTTET I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	2.699	3.160
I alt udbytter	2.699	3.160

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	960	5.091
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	10.596	42.189
Terminforretninger/futures m.m.	0	63
Valutakonti	20	160
Øvrige aktiver/passiver	3	+1
Handelsomkostninger	+269	+269
I alt kursgevinster og -tab	11.310	47.233

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	+334	+420
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	65	151
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+269	+269

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	1
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	1
Andre honorarer til revisorer	1	0	73	1
Markedsføringsomkostninger	0	0	828	47
Gebyrer til depotselskab	0	0	145	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	1.008	4
Øvrige omkostninger	21	7	19	18
Managementhonorar	2.538	0	1.431	0
Fast administrationshonorar	221	0	55	0
I alt opdelte adm.omk.	2.781	7	3.559	72
I alt adm.omkostninger	2.788	2.788	3.632	3.632

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne m.v., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 6: SKAT I 1.000 DKK	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	194	+464
I alt skat	194	+464

NOTE 7: TIL RÅDGIGHED FOR UDLØDNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	2.699	3.161
Ikke refunderbar udbytteskat	+194	464
Regulering vedr. udbytteskat m.v.	152	+29
Kursgevinst til udlodning	20.121	14.859
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	2.788	3.632
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	+1.849	+2.531
Udlodning overført fra sidste år	0	218
I alt til rådighed for udlodning, brutto	18.142	12.509
Frivillig udlodning	1	558
I alt til rådighed for udlodning, netto	18.143	13.067

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	1.537.281	195.888	2.224.865	236.562
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		+13.067		+12.793
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		713		2.770
Emissioner i året	23.919	2.916	13.077	1.531
Indløsninger i året	+274.492	+33.612	+700.661	+79.537
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		44		129
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		1.849		2.531
Overført til udlodning fra sidste år		0		+218
Foreslået udlodning		18.143		13.067
Overførsel af periodens resultat		+8.963		31.846
I alt medlemmernes formue	1.286.708	163.909	1.537.281	195.888

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,2	97,2
I alt finansielle instrumenter	98,2	97,2
Øvrige aktiver og passiver	1,8	2,8
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

LATINAMERIKA

Investerer i selskaber hjemmehørende i eller med hovedaktiviteter i Latinamerika. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller som har hovedaktivitet i Latinamerika, dvs. Mexico, Mellemerika, Sydamerika og Vestindien, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til latinamerikanske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, nye markeder/emerging markets, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et negativt afkast på 3,77 pct., mens benchmark faldt 0,32 pct. Afdelingens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter og har ikke indfriet vores forventninger om positivt afkast blandt andet påvirket af valget i Brasilien, valutauro og faldende oliepriser.

Markedet

De latinamerikanske aktiemarkeder oplevede en negativ udvikling. Ved årets begyndelse udløste den amerikanske centralbanks udmelding om en snarlig neddrøsling af sine obligationsopkøb frygt for stigende kapitaludstrømning fra regionen. Derefter fik den politiske udvikling aktierne til kortvarigt at stige, men fremgangen blev til sidst opvejet af usikkerhed om væksten i Kina, lavere råvarepriser og muligheden for en fremrykning af renteforhøjelserne i USA.

Mexico var blandt de lande, der klarede sig bedst takket være forholdsvis robust økonomisk vækst og en energireform, der blev vedtaget ved lov. Omvendt klarede Brasilien sig mindre godt. Udviklingen på aktiemarkedet var styret af det tætte opgør om præsidentposten, som endte med, at Dilma Rousseff vandt over Aécio Neves og således fik endnu en periode som landets præsident. Hun bekræftede efterfølgende, at Joaquim Levy, som pt. står i spidsen for kapitalforvaltningsdivisionen af Banco Bradesco, ville blive ny finansminister. Levy har udtalt, at han vil genetablere landets budgetoverskud. Han anses som et godt valg og vil måske kunne være med til at genskabe investorernes tillid til landet. I Chile var stemningen tyngt af usikkerhed om regeringens forhøjelse af selskabsskatten, forslag til en arbejdsmarkedsreform og den afledte effekt på investeringerne.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingen klarede sig 3,45 procentpoint dårligere end benchmark, hovedsageligt som følge af et negativt bidrag fra aktievalget. I Brasilien oplevede mineselskabet Vale et dyk i aktiekursen, da frygten for en opbremsning i kinesisk økonomi tyngede prisen på jernmalm. Detailkæden Hering trak ned, fordi afdæmpet indenlandsk efterspørgsel satte omsætningen under pres, mens selskabet fortsatte med at omstrukturere sine aktiviteter.

I Argentina oplevede Tenaris, som fremstiller specialiserede rørledninger, et skarpt kursfald mod slutningen af året som reaktion på den faldende oliepris. Ellers trak vores manglende investeringer i America Movil ned i afdelingens resul-

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: November 1999
Risikoindikator [1-7]: 6
Benchmark: MSCI Emerging Market Latin America inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0010257831
Porteføljeraðgiver: Aberdeen Asset Managers Limited

LANDEFORDELING

Brasilien	60,9%
Mexico	20,7%
Chile	9,0%
Colombia	3,5%
Luxembourg	2,5%
Øvrige inkl. likvide	3,4%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,10
Standardafvigelse	17,68
Tracking error	4,43
Information Ratio	0,98
Sharpe Ratio (benchm.)	-0,14
Standardafvigelse (benchm.)	17,64
Active share	81,24

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

LATINAMERIKA

tat. Teleoperatørens aktie kom stærkt igen, efter selskabet offentliggjorde planer om at frasælge aktiver for at undgå tilsynsmæssige restriktioner i lyset af dets førende markedsposition.

Omvendt bidrog den mexicanske lufthavnsoperatør OMA væsentligt til afdelingens relative resultat. Selskabet nød godt af kraftig vækst i passagertallet og kommercielle indtægter. I Brasilien var afdelingens undervægt mod Petrobras i forhold til benchmark også med til at løfte resultatet. Aktierne i det statsejede olieselskab faldt oven på en korruptionsskandale og en forringelse af balancen. Trods et afdæmpet privatforbrug rapporterede detailvirksomheden Lojas Renner gode resultater som følge af imponerende salg fremgang og stram omkostningsstyring.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

De store udsving på aktiemarkedet ventes at fortsætte. Hvis den amerikanske centralbank hæver renten hurtigere end forventet, kan det føre til kapitaludstrømning fra Latinamerika, mens lavere efterspørgsel fra Kina risikerer at lægge pres på råvareproducerende lande som Brasilien og Chile.

Da Brasilien og Mexico repræsenterer afdelingens største absolutte positioner, følger vi den økonomiske udvikling i disse lande nøje. I Brasilien kan stemningen hurtigt vende til det negative, hvis der ikke gennemføres mere markedsvenlige finans- og pengepolitiske ændringer. Når det er sagt, så betragtes udnævnelsen af Joaquim Levy som finansminister som et tegn på, at præsident Rousseff anerkender behovet for økonomiske ændringer i Brasilien. Centralbankens resolution for højelse af den ledende rente er også et markedsvenligt tiltag, som øger tiltroen til bankens strategi om at have fokus på inflationen. I Mexico, hvor olieindtægterne udgør en tredjedel af statsbudgettet, kan en langvarig lav oliepris få indvirkning på økonomien og på den planlagte auktion over olielicenser til private investorer.

På sektorniveau har afdelingen store positioner i forbrugerrettede aktier. Disse selskaber kan være sårbare over for stigende renter, som kan lægge en dæmper på privatforbruget. Det er værd at bemærke, at Brasiliens ledende rente i øjeblikket er på 11,75 pct., hvilket er det højeste niveau i tre år. Samtidig kan en nedgang i råvarepriserne udgøre en

risiko for investeringer inden for materialer, men afdelingen er relativt godt sikret, da den har mindre eksponering mod denne sektor end benchmark.

Forventninger til markedet samt strategi

Den indenlandske efterspørgsel, som tidligere har været en af de vigtigste vækstfaktorer i Latinamerika, er faldet som følge af øget usikkerhed blandt forbrugerne. Investorernes blikke vil formentligt fortsat være stift rettet mod olieprisen. Efter OPEC's beslutning om ikke at skære i produktionen forventes lavere priser et stykke ind i 2015 på grund af overproduktion, og det vil lægge pres på regionens olieeksporterende lande. På den positive side skal det nævnes, at en stigning i Mexicos eksport samt en fremgang i den formelle beskæftigelse understøtter forventningerne om, at økonomien er ved at komme fri af lavkonjunkturen fra 2013. I Chile ventes en mere lempelig pengepolitik og øgede offentlige investeringer i infrastruktur at give væksten et løft næste år.

Da vi udvælger investeringer på aktieniveau, afhænger lande- og sektorallokeringen af, hvor vi finder kvalitets-selskaber med attraktive værdiansættelser. Overvægten af forbrugssektoren vil formentlig nyde godt af den langsigtede vækst i indenlandsk forbrug i Latinamerika, som drives af den voksende middelklasse og dens stigende velstand. Samtidig bør undervægten af materialesektoren sikre porteføljen mod større udsving relateret til cykliske råvarepriser. Til trods for den makroøkonomiske usikkerhed ser vi masser af værdi i regionen. Virksomhederne står over for større udfordringer og højere kapitalomkostninger, og de har derfor fokus på omkostningsstyring, forbedret lønsomhed og en styrkelse af deres balancer. Et eventuelt fald i værdiansættelserne kan give os mulighed for at øge investeringerne i selskaber, som vi har stor tiltro til, såfremt kursen på deres aktier ikke afspejler det langsigtede potentiale.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

LATINAMERIKA

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	1	÷19
2 Renteudgifter	0	1
3 Udbytter	11.886	15.008
I alt renter og udbytter	11.887	14.988
Andre indtægter og omkostninger:		
4 Kursgevinster og -tab:		
Kapitalandele	÷18.962	÷100.716
Valutakonti	690	÷146
Øvrige aktiver/passiver	21	÷34
5 Handelsomkostninger	÷157	÷229
I alt kursgevinster og -tab	÷18.408	÷101.124
I alt indtægter	÷6.521	÷86.136
6 Administrationsomkostninger	5.769	8.249
Resultat før skat	÷12.290	÷94.386
7 Skat	1.042	1.232
Årets nettoresultat	÷13.332	÷95.618
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	÷651	÷1.888
Overført fra sidste år	0	281
I alt formuebevægelser	÷651	÷1.607
Til disposition	÷13.983	÷97.225
8 Til rådighed for udlodning	÷4.726	24.329
Foreslået udlodning	0	24.329
Overført til udlodning næste år	÷4.726	0
Overført til formuen	÷9.257	÷121.554

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	5.516	5.754
I alt likvide midler	5.516	5.754
Kapitalandele:		
Not. aktier fra udl. selskaber	300.259	399.722
Unot. kap.andele fra udl. selsk.	700	0
I alt kapitalandele	300.959	399.722
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	730	1.293
Mellemvær. vedr. handelsaf v.	0	64
I alt andre aktiver	730	1.357
Aktiver i alt	307.205	406.833
PASSIVER		
9 Medlemmernes formue	306.314	405.162
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	208	1.671
Mellemvær. vedr. handelsaf v.	684	0
I alt anden gæld	892	1.671
Passiver i alt	307.205	406.833

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	31,81	÷13,33	24,51	÷17,72	÷3,77
Benchmarkafkast (pct.)	22,80	÷16,88	7,40	÷17,11	÷0,32
Indre værdi (DKK pr. andel)	336,30	279,02	329,07	256,47	232,21
Nettoresultat (t.DKK)	94.847	÷67.218	108.161	÷95.618	÷13.332
Udbytte (DKK pr. andel)	13,75	16,75	17,50	15,40	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,37	1,60	1,62	1,62	1,62
ÅOP	2,04	2,09	1,96	1,97	1,98
Omsætningshastighed (antal gange)	0,01	0,02	0,08	0,11	0,09
Medlemmernes formue (t.DKK)	452.250	395.994	560.600	405.162	306.314
Antal andele	1.344.767	1.419.220	1.703.600	1.579.795	1.319.134
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

LATINAMERIKA

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE
(FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK

	2014	2013
Indestående i depotselskab	1	÷19
I alt renteindtægter	1	÷19

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK

	2014	2013
Andre renteudgifter	0	1
I alt renteudgifter	0	1

NOTE 3: UDBYTTET I 1.000 DKK

	2014	2013
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	11.886	15.008
I alt udbytter	11.886	15.008

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK

	2014	2013
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	÷18.984	÷100.716
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	22	0
Valutakonti	690	÷146
Øvrige aktiver/passiver	21	÷34
Handelsomkostninger	÷157	÷229
I alt kursgevinster og -tab	÷18.408	÷101.124

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷323	÷365
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	165	136
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷157	÷229

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	4
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	3
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	2
Markedsføringsomkostninger	0	0	2.249	121
Gebyrer til depotselskab	0	0	374	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	1.837	9
Øvrige omkostninger	124	13	39	42
Managementhonorar	5.178	0	3.426	0
Fast administrationshonorar	454	0	144	0
I alt opdelte adm.omk.	5.756	13	8.069	181
I alt adm.omkostninger	5.756	13	8.069	181

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetægelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den af tale og den sammensætning af honorarerne m.v., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	1.042	1.232
I alt skat	1.042	1.232

NOTE 8: TIL RÅDGIGHED FOR UDLODNING I 1.000 DKK

	2014	2013
Renter og udbytter	11.887	14.988
Ikke refunderbar udbytteskat	÷1.042	÷1.232
Kursgevinst til udlodning	÷14.600	19.624
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	5.769	8.249
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	÷651	÷1.888
Fremførbare tab fra sidste år	0	0
Udlodning overført fra sidste år	0	281
I alt til rådighed for udlodning, brutto	÷10.175	23.524
Frivillig udlodning	0	805
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	÷5.449	0
I alt til rådighed for udlodning, netto	÷4.726	24.329

NOTE 9: MEDLEMMERNES FORMUE

	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	1.579.795	405.162	1.703.600	560.600
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser				÷29.813
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		2.340		÷648
Emissioner i året	22.317	5.561	73.691	24.037
Indløsninger i året	÷282.978	÷69.241	÷197.496	÷53.588
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		151		193
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		651		1.888
Overført til udlodning fra sidste år		0		÷281
Overført til udlodning næste år		÷4.726		0
Foreslået udlodning		0		24.329
Overførsel af periodens resultat		÷9.257		÷121.554
I alt medlemmernes formue	1.319.134	306.314	1.579.795	405.162

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,0	98,7
Øvrige finansielle instrumenter	0,2	0,0
I alt finansielle instrumenter	98,3	98,7
Øvrige aktiver og passiver	1,7	1,3
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

LATINAMERIKA – AKKUMULERENDE KL



Investerer i selskaber hjemmehørende i eller med hovedaktiviteter i Latinamerika. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Afdelingen udbydes i to andelsklasser:

- Latinamerika, klass SEK
- Latinamerika, klasse NOK

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på de følgende sider.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes også på de følgende sider.

Nøgletal for indre værdier, afkast og omkostninger m.m. beregnes for hver klasse.

LATINAMERIKA – AKKUMULERENDE KL

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014	1.1.-31.12.2013
	1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	1	8
2 Renteudgifter	0	3
3 Udbytter	2.466	2.280
I alt renter og udbytter	2.467	2.285
Kursgevinster og -tab:		
Kapitalandele	÷5.235	÷14.507
Valutakonti	38	÷46
Øvrige aktiver/passiver	3	÷6
5 Handelsomkostninger	÷98	÷16
I alt kursgevinster og -tab	÷5.292	÷14.574
I alt indtægter	÷2.826	÷12.290
6 Administrationsomkostninger	1.285	1.414
Resultat før skat	÷4.110	÷13.704
7 Skat	211	183
Årets nettoresultat	÷4.321	÷13.887
Overført til formuen	÷4.321	÷13.887

BALANCE

	31.12.2014	31.12.2013
	1.000 DKK	1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	2.175	1.105
I alt likvide midler	2.175	1.105
Kapitalandele:		
Not. aktier fra udl. selskaber	66.197	71.084
Unot. kap.andele fra udl. selsk.	55	0
I alt kapitalandele	66.252	71.084
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	156	233
Mellemvær. vedr. handelsaf v.	0	16
I alt andre aktiver	156	250
Aktiver i alt	68.583	72.439
PASSIVER		
8 Medlemmernes formue	68.315	72.148
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	52	291
Mellemvær. vedr. handelsaf v.	216	0
I alt anden gæld	268	291
Passiver i alt	68.583	72.439

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Nettoresultat (t.DKK)*	-	2.683	14.648	÷13.887	÷4.321
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	0,01	0,10	0,02	0,00
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	54.091	109.545	72.148	68.315

* 2011 dækker en periode på mindre end 12 måneder

LATINAMERIKA – AKKUMULERENDE KL

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE
(FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	1	8
I alt renteindtægter	1	8

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2014	2013
Andre renteudgifter	0	3
I alt renteudgifter	0	3

NOTE 3: UDBYTTET I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	2.466	2.280
I alt udbytter	2.466	2.280

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	+5.237	+14.507
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	2	0
Valutakonti	38	+46
Øvrige aktiver/passiver	3	+6
Handelsomkostninger	+98	+16
I alt kursgevinster og -tab	+5.292	+14.574

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	+98	+192
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	176
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+98	+16

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	1
Markedsføringsomkostninger	0	0	438	19
Gebyrer til depotselskab	0	0	83	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	288	3
Øvrige omkostninger	37	2	4	9
Managementhonorar	1.082	0	549	0
Fast administrationshonorar	164	0	20	0
I alt opdelte adm.omk.	1.282	2	1.382	32
I alt adm.omkostninger		1.285		1.414

Foreningens aftale med investeringsforvaltningselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et fast honorar som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne m.v., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	211	183
I alt skat	211	183

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo		72.148		109.545
Emissioner i året		10.565		20.537
Indløsninger i året		+10.170		+44.098
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		94		51
Overførsel af periodens resultat		+4.321		+13.887
I alt medlemmernes formue		68.315		72.148

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,9	98,5
Øvrige finansielle instrumenter	0,1	0,0
I alt finansielle instrumenter	97,0	98,5
Øvrige aktiver og passiver	3,0	1,5
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

LATINAMERIKA, KLASS SEK

Andelsklasse under Latinamerika – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller som har hovedaktivitet i Latinamerika, dvs. Mexico, Mellemerika, Sydamerika og Vestindien, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til latinamerikanske aktier. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, nye markeder/emerging markets, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 6 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2014 et afkast på 1,03 pct. målt i SEK, mens benchmark steg 6,90 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men indfrie vores forventninger om positivt afkast. Konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving.

Markedet

De latinamerikanske aktiemarkeder oplevede en negativ udvikling. Ved årets begyndelse udløste den amerikanske

centralbanks udmelding om en snarlig neddrøsling af sine obligationsopkøb frygt for stigende kapitaludstrømning fra regionen. Derefter fik den politiske udvikling aktierne til kortvarigt at stige, men fremgangen blev til sidst opvejet af usikkerhed om væksten i Kina, lavere råvarepriser og muligheden for en fremrykning af renteforhøjelserne i USA.

Mexico var blandt de lande, der klarede sig bedst takket være forholdsvis robust økonomisk vækst og en energireform, der blev vedtaget ved lov. Omvendt klarede Brasilien sig mindre godt. Udviklingen på aktiemarkedet var styret af det tætte opgør om præsidentposten, som endte med, at Dilma Rousseff vandt over Aécio Neves og således fik endnu en periode som landets præsident. Hun bekræftede efterfølgende, at Joaquim Levy, som pt. står i spidsen for kapitalforvaltningsdivisionen af Banco Bradesco, ville blive ny finansminister. Levy har udtalt, at han vil genetablere landets budgetoverskud. Han anses som et godt valg og vil måske kunne være med til at genskabe investorernes tillid til landet. I Chile var stemningen tyngt af usikkerhed om regeringens forhøjelse af selskabsskatten, forslag til en arbejdsmarkedsreform og den afledte effekt på investeringerne.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast i 2014 var 5,87 procentpoint lavere end stigningen i markedet. Dette skyldtes hovedsageligt et negativt bidrag fra aktievalget. I Brasilien oplevede mineselskabet Vale et dyk i aktiekursen, da frygten for en opbremsning i kinesisk økonomi tyngede prisen på jernmalm. Detailkæden Hering trak ned, fordi afdæmpet indenlandsk efterspørgsel satte omsætningen under pres, mens selskabet fortsatte med at omstrukturere sine aktiviteter.

I Argentina oplevede Tenaris, som fremstiller specialiserede rørledninger, et skarpt kursfald mod slutningen af året som reaktion på den faldende oliepris. Ellers trak vores manglende investeringer i America Movil ned i andelsklassens resultat. Teleoperatørens aktie kom stærkt igen, efter selskabet offentliggjorde planer om at frasælge aktiver for at undgå tilsynsmæssige restriktioner i lyset af dets førende markedsposition.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: August 2011
Risikoindeksator [1-7]: 6
Benchmark: MSCI Emerging Market Latin America inkl. nettoudbytter omregnet til SEK
Fondskode: DK0060485878
Porteføljerådgiver: Aberdeen Asset Managers Limited

LANDEFORDELING

Brasilien	60,2%
Mexico	20,8%
Chile	8,5%
Colombia	3,3%
Danmark	3,2%
Øvrige inkl. likvide	4,0%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	-0,07
Standardafvigelse	18,58
Tracking error	4,96
Information Ratio	0,32
Sharpe Ratio (benchm.)	-0,16
Standardafvigelse (benchm.)	18,22
Active share	81,38

Måleperiode: Aug. 2011 til dec. 2014

LATINAMERIKA, KLASS SEK

Andelsklasse under Latinamerika – Akkumulerende KL

Omvendt bidrog den mexicanske lufthavsoperatør OMA væsentligt til andelsklassens relative resultat. Selskabet nød godt af kraftig vækst i passagertallet og kommercielle indtægter. I Brasilien var andelsklassens undereksponering mod Petrobass i forhold til benchmark også med til at løfte resultatet. Aktierne i det statsejede olieselskab faldt oven på en korruptionsskandale og en forringelse af balancen. Trods et afdæmpet privatforbrug rapporterede detailvirksomheden Lojas Renner gode resultater som følge af imponerende salgsfremgang og stram omkostningsstyring.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

De store udsving på aktiemarkedet ventes at fortsætte. Hvis den amerikanske centralbank hæver renten hurtigere end forventet, kan det føre til kapitaludstrømning fra Latinamerika, mens lavere efterspørgsel fra Kina risikerer at lægge pres på råvareproducerende lande som Brasilien og Chile.

Da Brasilien og Mexico repræsenterer afdelingens største absolutte positioner, følger vi den økonomiske udvikling i disse lande nøje. I Brasilien kan stemningen hurtigt vende til det negative, hvis der ikke gennemføres mere markedsvenlige finans- og pengepolitiske ændringer. Når det er sagt, så betragtes udnævnelsen af Joaquim Levy som finansminister som et tegn på, at præsident Rousseff anerkender behovet for økonomiske ændringer i Brasilien. Centralbankens resolute forhøjelse af den ledende rente er også et markedsvenligt tiltag, som øger tiltroen til bankens strategi om at have fokus på inflationen. I Mexico, hvor olieindtægterne udgør en tredjedel af statsbudgettet, kan en langvarig lav oliepris få indvirkning på økonomien og på den planlagte auktion over olielicenser til private investorer.

På sektorniveau har andelsklassen store positioner i forbrugerrettede aktier. Disse selskaber kan være sårbare over for stigende renter, som kan lægge en dæmper på privatforbruget. Det er værd at bemærke, at Brasiliens ledende rente i øjeblikket er på 11,75 pct., hvilket er det højeste niveau i tre år. Samtidig kan en nedgang i råvarepriserne udgøre en risiko for positioner inden for materialer, men afdelingen er relativt godt sikret, da den har mindre eksponering mod denne sektor end benchmark.

Forventninger til markedet samt strategi

Den indenlandske efterspørgsel, som tidligere har været en af de vigtigste vækstfaktorer i Latinamerika, er faldet som følge af øget usikkerhed blandt forbrugerne. Investorernes blikke vil formentligt fortsat være stift rettet mod olieprisen. Efter OPEC's beslutning om ikke at skære i produktionen forventes lavere priser et stykke ind i 2015 på grund af overproduktion, og det vil lægge pres på regionens olieeksporterende lande. På den positive side skal det nævnes, at en stigning i Mexicos eksport samt en fremgang i den formelle beskæftigelse understøtter forventningerne om, at økonomien er ved at komme fri af lavkonjunkturen fra 2013. I Chile ventes en mere lempelig pengepolitik og øgede offentlige investeringer i infrastruktur at give væksten et løft næste år.

Da vi udvælger investeringer på aktieniveau, afhænger lande- og sektorallokeringen af, hvor vi finder kvalitets-selskaber med attraktive værdiansættelser. Overvægten af forbrugssektoren vil formentlig nyde godt af den langsigtede vækst i indenlandsk forbrug i Latinamerika, som drives af den voksende middelklasse og dens stigende velstand. Samtidig bør undervægten af materialesektoren sikre porteføljen mod større udsving relateret til cykliske råvarepriser. Til trods for den makroøkonomiske usikkerhed ser vi masser af værdi i regionen. Virksomhederne står over for større udfordringer og højere kapitalomkostninger, og de har derfor fokus på omkostningsstyring, forbedret lønsomhed og en styrkelse af deres balancer. Et eventuelt fald i værdiansættelserne kan give os mulighed for at øge investeringerne i selskaber, som vi har stor tiltro til, såfremt kursen på deres aktier ikke afspejler det langsigtede potentiale.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

LATINAMERIKA, KLASS SEK

Andelsklasse under Latinamerika – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSEN

Denne note viser noteoplysninger, som er specifikke for den enkelte andelsklasse.

NØGLETAL	-	2011	2012	2013	2014
Afkast i SEK (pct.)*	-	2,64	20,01	÷15,86	1,03
Benchmarkafkast i SEK (pct.)*	-	4,11	0,00	÷14,46	6,90
Indre værdi (SEK pr. andel)	-	102,64	123,17	103,63	104,70
Nettoresultat (t. DKK)*	-	2.683	14.648	÷12.718	÷3.592
Administrationsomkostninger (pct.)	-	1,70	1,75	1,73	1,73
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	54.091	109.545	59.538	56.406
Antal andele	-	631.028	1.022.373	681.510	685.317
Stykstørrelse i SEK	-	100	100	100	100

* 2011 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014	1.1.-31.12.2013
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷2.539	÷11.696
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	1.053	1.022
Klassens resultat	÷3.592	÷12.718
Finansielle instrumenter i pct	2014	2013
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2014	2013
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	59.538	109.545
Emissioner i året	10.519	6.720
Indløsninger i året	÷10.153	÷44.098
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	93	89
Overførsel af periodens resultat	÷3.592	÷12.718
Medlemmernes formue ultimo	56.406	59.538
Antal andele		
Andele primo året	681.510	1.022.373
Emissioner i året	117.049	66.376
Indløsninger i året	÷113.242	÷407.239
Andele ultimo året	685.317	681.510

LATINAMERIKA, KLASSE NOK

Andelsklasse under Latinamerika – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller som har hovedaktivitet i Latinamerika, dvs. Mexico, Mellemerika, Sydamerika og Vestindien, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til latinamerikanske aktier. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, nye markeder/emerging markets, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 6 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2014 et afkast på 2,47 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 8,38 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men indfrie vores forventninger om positivt afkast. Konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving.

Markedet

De latinamerikanske aktiemarkeder oplevede en negativ udvikling. Ved årets begyndelse udløste den amerikanske

centralbanks udmelding om en snarlig neddrøsling af sine obligationsopkøb frygt for stigende kapitaludstrømning fra regionen. Derefter fik den politiske udvikling aktierne til kortvarigt at stige, men fremgangen blev til sidst opvejet af usikkerhed om væksten i Kina, lavere råvarepriser og muligheden for en fremrykning af renteforhøjelserne i USA.

Mexico var blandt de lande, der klarede sig bedst takket være forholdsvis robust økonomisk vækst og en energireform, der blev vedtaget ved lov. Omvendt klarede Brasilien sig mindre godt. Udviklingen på aktiemarkedet var styret af det tætte opgør om præsidentposten, som endte med, at Dilma Rousseff vandt over Aécio Neves og således fik endnu en periode som landets præsident. Hun bekræftede efterfølgende, at Joaquim Levy, som pt. står i spidsen for kapitalforvaltningsdivisionen af Banco Bradesco, ville blive ny finansminister. Levy har udtalt, at han vil genetablere landets budgetoverskud. Han anses som et godt valg og vil måske kunne være med til at genskabe investorernes tillid til landet. I Chile var stemningen tyngt af usikkerhed om regeringens forhøjelse af selskabsskatten, forslag til en arbejdsmarkedsreform og den afledte effekt på investeringerne.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast i 2014 var 5,91 procentpoint lavere end stigningen i markedet, hovedsageligt som følge af et negativt bidrag fra aktievalget. I Brasilien oplevede mineselskabet Vale et dyk i aktiekursen, da frygten for en opbremsning i kinesisk økonomi tyngede prisen på jernmalm. Detailkæden Hering trak ned, fordi afdæmpet indenlandsk efterspørgsel satte omsætningen under pres, mens selskabet fortsatte med at omstrukturere sine aktiviteter.

I Argentina oplevede Tenaris, som fremstiller specialiserede rørledninger, et skarpt kursfald mod slutningen af året som reaktion på den faldende oliepris. Ellers trak vores manglende investeringer i America Movil ned i afdelingens resultat. Teleoperatørens aktie kom stærkt igen, efter selskabet offentliggjorde planer om at frasælge aktiver for at undgå tilsynsmæssige restriktioner i lyset af dets førende markedsposition.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Oktober 2013
Risikoindeksator [1-7]: 6
Benchmark: MSCI Emerging Market Latin America inkl. nettoudbytter omregnet til NOK
Fondskode: DK0060517233
Porteføljerådgiver: Aberdeen Asset Managers Limited

LANDEFORDELING

Brasilien	60,2%
Mexico	20,8%
Chile	8,5%
Colombia	3,3%
Danmark	3,2%
Øvrige inkl. likvide	4,0%

NØGLETAL

Active share	81,38
--------------	-------

LATINAMERIKA, KLASSE NOK

Andelsklasse under Latinamerika – Akkumulerende KL

Omvendt bidrog den mexicanske lufthavsoperatør OMA væsentligt til afdelingens relative resultat. Selskabet nød godt af kraftig vækst i passagertallet og kommercielle indtægter. I Brasilien var afdelingens undervægt mod Petrobas i forhold til benchmark også med til at løfte resultatet. Aktierne i det statsejede olieselskab faldt oven på en korruptionsskandale og en forringelse af balancen. Trods et afdæmpet privatforbrug rapporterede detailvirksomheden Lojas Renner gode resultater som følge af imponerende salgsmgang og stram omkostningsstyring.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

De store udsving på aktiemarkedet ventes at fortsætte. Hvis den amerikanske centralbank hæver renten hurtigere end forventet, kan det føre til kapitaludstrømning fra Latinamerika, mens lavere efterspørgsel fra Kina risikerer at lægge pres på råvareproducerende lande som Brasilien og Chile.

Da Brasilien og Mexico repræsenterer afdelingens største absolutte positioner, følger vi den økonomiske udvikling i disse lande nøje. I Brasilien kan stemningen hurtigt vende til det negative, hvis der ikke gennemføres mere markedsvenlige finans- og pengepolitiske ændringer. Når det er sagt, så betragtes udnævnelsen af Joaquim Levy som finansminister som et tegn på, at præsident Rousseff anerkender behovet for økonomiske ændringer i Brasilien. Centralbankens resolute forhøjelse af den ledende rente er også et markedsvenligt tiltag, som øger tiltroen til bankens strategi om at have fokus på inflationen. I Mexico, hvor olieindtægterne udgør en tredjedel af statsbudgettet, kan en langvarig lav oliepris få indvirkning på økonomien og på den planlagte auktion over olielicenser til private investorer.

På sektorniveau har andelsklassen store positioner i forbrugerrettede aktier. Disse selskaber kan være sårbare over for stigende renter, som kan lægge en dæmper på privatforbruget. Det er værd at bemærke, at Brasiliens ledende rente i øjeblikket er på 11,75 pct., hvilket er det højeste niveau i tre år. Samtidig kan en nedgang i råvarepriserne udgøre en risiko for positioner inden for materialer, men afdelingen er relativt godt sikret, da den har mindre eksponering mod denne sektor end benchmark.

Forventninger til markedet samt strategi

Den indenlandske efterspørgsel, som tidligere har været en af de vigtigste vækstfaktorer i Latinamerika, er faldet som følge af øget usikkerhed blandt forbrugerne. Investorernes blikke vil formentligt fortsat være stift rettet mod olieprisen. Efter OPEC's beslutning om ikke at skære i produktionen forventes lavere priser et stykke ind i 2015 på grund af overproduktion, og det vil lægge pres på regionens olieeksporterende lande. På den positive side skal det nævnes, at en stigning i Mexicos eksport samt en fremgang i den formelle beskæftigelse understøtter forventningerne om, at økonomien er ved at komme fri af lavkonjunkturen fra 2013. I Chile ventes en mere lempelig pengepolitik og øgede offentlige investeringer i infrastruktur at give væksten et løft næste år.

Da vi udvælger investeringer på aktieniveau, afhænger lande- og sektorallokeringen af, hvor vi finder kvalitets-selskaber med attraktive værdiansættelser. Overvægten af forbrugssektoren vil formentlig nyde godt af den langsigtede vækst i indenlandsk forbrug i Latinamerika, som drives af den voksende middelklasse og dens stigende velstand. Samtidig bør undervægten af materialesektoren sikre porteføljen mod større udsving relateret til cykliske råvarepriser. Til trods for den makroøkonomiske usikkerhed ser vi masser af værdi i regionen. Virksomhederne står over for større udfordringer og højere kapitalomkostninger, og de har derfor fokus på omkostningsstyring, forbedret lønsomhed og en styrkelse af deres balancer. Et eventuelt fald i værdiansættelserne kan give os mulighed for at øge investeringerne i selskaber, som vi har stor tiltro til, såfremt kursen på deres aktier ikke afspejler det langsigtede potentiale.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

LATINAMERIKA, KLASSE NOK

Andelsklasse under Latinamerika – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSEN

Denne note viser noteoplysninger, som er specifikke for den enkelte andelsklasse.

NØGLETAL	-	-	-	2013	2014
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	÷5,66	2,47
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	÷8,01	8,38
Indre værdi (NOK pr. andel)	-	-	-	94,19	96,51
Nettoresultat (t. DKK)*	-	-	-	÷1.169	÷729
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	1,73	1,73
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	12.610	11.909
Antal andele	-	-	-	150.020	150.344
Stykstørrelse i NOK	-	-	-	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014	31.10.-31.12.2013
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷509	÷1.130
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	220	38
Klassens resultat	÷729	÷1.169
Finansielle instrumenter i pct	2014	2013
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2014	2013
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	12.610	0
Emissioner i året	46	13.816
Indløsninger i året	÷18	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	0	÷38
Overførsel af periodens resultat	÷729	÷1.169
Medlemmernes formue ultimo	11.909	12.610
Antal andele		
Andele primo året	150.020	0
Emissioner i året	515	150.020
Indløsninger i året	÷191	0
Andele ultimo året	150.344	150.020

MIX – AKKUMULERENDE

Investerer i danske og udenlandske aktier og obligationer, herunder værdipapirer fra emerging markeds-lande og virksomhederobligationer. Aktier kan maksimalt udgøre 45 pct. af afdelingen. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer i både danske og udenlandske aktier og obligationer – herunder i obligationer fra nye markeder og fra virksomheder. Afdelingen spreder dermed sine investeringer på flere aktivtyper, dvs. både aktier og obligationer. Fordelingen af aktier og obligationer er afhængig af vores forventninger til markedsudviklingen og hensynet til den samlede risiko. Aktier kan maksimalt udgøre 45 pct. af afdelingens formue. Afdelingen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer af aktier og obligationer samt valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder/emerging markets, event-risiko, modpartsrisiko samt valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede

vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 3 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et positivt afkast på 5,40 pct. Afdelingen har intet benchmark, og det opnåede afkast var meget tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen for korte europæiske statsobligationer med et tillæg på 1,25 pct., så stigningen i alt blev 1,73 pct. i samme periode.

Markedet

De globale aktiemarkeder gav et afkast på 18,39 pct. i 2014, men konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving især i andet halvår. Der var også meget stor forskel på afkastene regionerne imellem bl.a. som følge af store ændringer i valutakurserne. Med et afkast på 28,09 pct. var det USA, der klarede sig bedst godt hjulpet af en betydelig styrkelse af den amerikanske dollar. Med afkast på henholdsvis 11,18, 9,09 og 6,64 pct. klarede nye markeder, Japan og Europa sig væsentligt dårligere.

High yield-obligationerne fik en god start på 2014, idet den amerikanske centralbank (Fed) havde signaleret en langsom udfasning af de pengepolitiske lempelser i USA, hvilket holdt kreditspændene i ro. I Europa opstod der store udsving på markedet for high yield-obligationer som følge af et dyk i forventningerne til den fremtidige inflation samt, at opsvinget i USA tog fart, mens Phones4U, en stor uafhængig mobiloperatør i England, overraskede markedet med en misligholdelse. Denne udvikling gik primært ud over B-ratede obligationer. I USA sendte det kraftige fald i olieprisen markedsafkastene ned som følge af stigende forventninger til misligholdelser i markedet grundet pres på energisektoren.

I Danmark var 2014 et år med næsten uafbrudte rentefald. Det var ikke vores forventning i slutningen af 2013, men stor international efterspørgsel efter sikre obligationer, lav vækst,

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Oktober 2005
Risikoindeksator (1-7): 3
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060010841
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

FORMUEFORDELING

Danske obl.	46,5%
Danske aktier	3,5%
Udenlandske obl.	22,5%
Udenlandske akt.	27,3%
Øvrige inkl. likvide	0,2%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,15
Standardafvigelse	3,65

MIX – AKKUMULERENDE

uro i Rusland og Ukraine samt en overraskende lav inflation, der ikke er set lavere siden 1950'erne, var årsager til rentefaldet. Kombinationen af lav vækst og næsten ingen inflation var medvirkende årsager til, at Den Europæiske Centralbank (ECB) sænkede renten to gange i løbet af året. I Danmark valgte Nationalbanken at fastholde udlånsrenten uændret på 0,2 pct.

Renten på den toneangivende danske statsobligation 1,5% 2023 faldt hen over året med 1,54 procentpoint og endte året i rekordlave 0,55 pct.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens investeringer kan som hovedregel inddeles i 3 aktivklasser – aktier, danske og udenlandske stats- og realkreditobligationer samt kreditobligationer, der tæller virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder. Alle aktivklasser bidrog positivt til afdelingens samlede afkast.

Aktier bidrog med det højeste afkast – i størrelsesordenen 12 pct. Blandt de bedste investeringer var Danske Invest Danmark Fokus og Danske Invest Teknologi med stigninger på hhv. 26 og 27 pct.

Afdelingens andel af danske obligationer gav et afkast på 3,3 pct. Året startede med et meget lavt renteniveau. Renterne faldt yderligere og var udslagsgivende for det positive afkast.

En stor andel af realkreditobligationer bidrog positivt til samlede afkast for danske obligationer i beholdningen. Eksempelvis var afkastet på konverterbare realkreditobligationer med 3½ pct. kuponrente og 30 års restløbetid op til cirka 9 pct.

Afdelingens andel af aktier lå gennem året i niveauet 25-32 pct., og andelen af kreditobligationer var mellem 16 pct. og 23 pct.

I februar købte vi obligationer fra nye markeder, fordi vi vurderede, at pessimismen var på sit højeste, og de dermed stod til at give et godt afkast ved skift i markedsstemningen. Vi investerede yderligere i obligationer fra nye markeder i slutningen af maj.

Vi købte aktier i starten af april efter et stykke tid med skuffende data fra specielt USA og Kina. Vi vurderede, at væksten ville være tiltagende gennem andet kvartal. I tråd med vores forventninger steg væksten i løbet af andet kvartal, og i juli nåede væksten et niveau, som vi anså for at være stabilt. Derfor valgte vi at reducere andelen af aktier igen. Ved udgangen af juli udgjorde aktier cirka 16 pct.

I starten af december købte vi endnu en gang aktier. Den Europæiske Centralbank (ECB) markerede villighed til stort set alle tiltag for at øge inflationen i samspil med, at vi forventede positive effekter af den faldende oliepris på aktiemarkedet over en periode på 6-12 måneder. Situationen i Rusland betød desværre, at aktiemarkederne faldt de første par uger efter købet. Men mod slutningen af december blev det tabte hentet hjem. Ved udgangen af december var aktiemarkedet steget lidt sammenlignet med købstidspunktet primo december.

Vi har løbende gennem andet halvår reduceret andelen af globale indeksobligationer, i takt med at renten er faldet og dermed har mindsket det fremadrettede afkastpotentiale – særligt sammenlignet med den rentefølsomhed globale indeksobligationer har.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Ved indgangen til 2015 har afdelingen investeret 26 pct. i aktier og 22 pct. af beholdningen i kreditobligationer. Den resterende del er investeret i danske og europæiske realkredit- og statsobligationer. Afdelingens risiko er derfor både relateret til kreditrisikoen ved investering i lande på nye markeder, risikoen ved at investere i virksomhedsobligationer samt risikoen i forhold til renteutviklingen.

Vi vurderer, at der to betydelige risici i 2015: For det første kan 2015 gå hen og blive året, hvor vi oplever første skridt i retning af højere renter i USA. Det er isoleret set gode nyheder, da det i så fald forventes at være på baggrund af en økonomisk fremgang med tegn på bæredygtighed. Men det kan give nogle kortsigtede udsving, som vi bl.a. oplede det i sommeren 2013. Vi vurderer, at Fed kan styre processen, hvis der kommer renteforhøjelser. Men vi kan omvendt ikke afskrive turbulens.

I Europa kan en optrapning af krisen i Ukraine gøre enhver forudsigelse til skamme – men så længe situationen ikke eskaleres yderligere, bør regionen være gennem det værste. Derudover vil de politiske risici med de fremadstormende populistiske partier i såvel Grækenland, Spanien, Italien og Frankrig kunne skabe store overskrifter og dermed uro.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive, men beherskede, afkast på aktiemarkederne i 2015 understøttet af vækst i selskabernes indtjening. Dette er baseret på en forventning om, at den pæne økonomiske vækst i USA fortsætter i 2015, samtidig med at væksten i Europa forventes at stige.

MIX – AKKUMULERENDE



For 2015 forventer vi lave, men positive afkast på obligationerne. Det nuværende renteniveau er fortsat lavt i historisk perspektiv, og der er risiko for stigende renter og dermed negative afkast.

Vi går ind i 2015 med investeringerne fastlagt efter en forventning om stigende priser på risikable aktiver – særligt aktier.

I et scenarie med uændrede eller langsomt stigende renter forventer vi, at virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder vil give et højere afkast end danske stats- og realkreditobligationer. Omvendt er rentefølsomheden også højere.

Danske stats- og realkreditobligationer er nu og her kendetegnet ved historisk lave renteniveauer. Det betyder, at vi har meget lave forventninger til afkastet i 2015. Af samme årsag har vi valgt at investere i obligationer med lav rentefølsomhed, så vi ikke bliver overrasket af en eventuel rentestigning.

Samlet set ser vi positivt på afkastmulighederne i 2015, hvor vi forventer, at de positive bidrag primært vil komme fra virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder samt aktier.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast på niveau med korte danske statsobligationer med et tillæg på 1,25 pct. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa. Det nuværende renteniveau er dog lavt i historisk perspektiv, og der er risiko for stigende renter og dermed negativt afkast for obligationerne.

MIX – AKKUMULERENDE

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	21.318	20.992
2 Udbytter	24.815	32.429
I alt renter og udbytter	46.133	53.422
3 Kursgevinster og -tab:		
Obligationer	9.523	+5.928
Kapitalandele	70.740	61.483
Valutakonti	278	383
Øvrige aktiver/passiver	0	÷1
4 Handelsomkostninger	÷32	÷366
I alt kursgevinster og -tab	80.509	55.572
I alt indtægter	126.642	108.994
5 Administrationsomkostninger	21.012	20.796
Resultat før skat	105.630	88.198
6 Skat	1.935	÷1.908
Årets nettoresultat	103.696	90.105
Overført til formuen	103.696	90.105

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	4.624	7.466
I alt likvide midler	4.624	7.466
Obligationer:		
Not. obl. fra danske udstedere	1.032.345	933.348
Not. obl. fra udl. udstedere	25.175	30.838
I alt obligationer	1.057.520	964.186
Kapitalandele:		
Inv-beviser i andre danske inv- og specialforeninger	1.156.028	897.808
I alt kapitalandele	1.156.028	897.808
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	7.379	7.647
Aktuelle skatteaktiver	0	96
I alt andre aktiver	7.379	7.744
Aktiver i alt	2.225.551	1.877.205
PASSIVER		
7 Medlemmernes formue	2.155.368	1.875.359
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	318	1.845
Mellemvær: vedr. handelsaf v.	69.865	0
I alt anden gæld	70.183	1.845
Passiver i alt	2.225.551	1.877.205

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	6,54	÷2,07	10,16	5,00	5,40
Indre værdi (DKK pr. andel)	115,64	113,24	124,75	130,99	138,06
Nettoresultat (t.DKK)	116.741	÷40.141	170.325	90.105	103.696
Administrationsomkostninger (pct.)	1,07	1,10	1,10	1,12	1,04
ÅOP	1,32	1,34	1,36	1,37	1,27
Omsætningshastighed (antal gange)	0,29	0,67	0,24	0,36	0,39
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.862.797	1.707.482	1.825.805	1.875.359	2.155.368
Antal andele	16.108.931	15.078.231	14.635.800	14.317.081	15.612.025
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

MIX – AKKUMULERENDE

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE
(FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede obligationer fra danske udstedere	21.033	19.765
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	285	1.228
I alt renteindtægter	21.318	20.992

NOTE 2: UDBYTTER I 1.000 DKK	2014	2013
Inv-beviser i andre danske inv- og specialforeninger	24.815	32.429
I alt udbytter	24.815	32.429

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede obligationer fra danske udstedere	9.248	÷ 7.620
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	276	1.692
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	7	16
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	70.733	60.237
Inv-beviser i udenlandske inv- og specialforeninger	0	1.230
Valutakonti	278	383
Øvrige aktiver/passiver	0	÷ 1
Handelsomkostninger	÷ 32	÷ 366
I alt kursgevinster og -tab	80.509	55.572

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷ 37	÷ 414
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	4	48
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷ 32	÷ 366

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013		
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	7
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	6
Andre honorarer til revisorer	8	0	229	4
Markedsføringsomkostninger	0	0	5.058	231
Gebyrer til depotselskab	0	0	846	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	4.161	18
Øvrige omkostninger	59	33	156	567
Managementhonorar	19.051	0	9.317	0
Fast administrationshonorar	1.861	0	198	0
I alt opdelte adm.omk.	20.979	33	19.963	833
I alt adm.omkostninger		21.012		20.796

I administrationsomkostningerne indgår t.DKK 13.234 fra »Kursregulering af investeringsbeviser«. Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetægelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger; fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne mv., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden afslutningen er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør påliggende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 6: SKAT I 1.000 DKK	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	1.935	÷ 1.908
I alt skat	1.935	÷ 1.908

NOTE 7: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	14.317.081	1.875.359	14.635.800	1.825.805
Emissioner i året	1.417.000	192.020	544.500	69.522
Indløsninger i året	÷ 122.056	÷ 16.222	÷ 863.219	÷ 110.517
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		515		445
Overførsel af periodens resultat		103.696		90.105
I alt medlemmernes formue	15.612.025	2.155.368	14.317.081	1.875.359

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	94,9	98,3
Øvrige finansielle instrumenter	7,8	1,0
I alt finansielle instrumenter	102,7	99,3
Øvrige aktiver og passiver	÷ 2,7	0,7
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

MIX DEFENSIV – AKKUMULERENDE

Investerer i danske og udenlandske aktier og obligationer, herunder værdipapirer fra emerging markets-lande og virksomhederobligationer. Aktier kan maksimalt udgøre 30 pct. af afdelingen. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer i både danske og udenlandske aktier og obligationer – herunder i obligationer fra de nye markeder og fra virksomheder. Afdelingen spreder dermed sine investeringer på flere aktivtyper, dvs. både aktier og obligationer. Fordelingen af aktier og obligationer er afhængig af vores forventninger til markedsudviklingen og under hensyn til den samlede risiko. Aktier kan maksimalt udgøre 30 pct. af afdelingens formue. Afdelingen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer af aktier og obligationer samt valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder/emerging markets, event-risiko, modpartsrisiko samt valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 3 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 3,19 pct. Afdelingen har intet benchmark, og det opnåede afkast var tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen for korte europæiske statsobligationer med et tillæg på 0,75 pct., så stigningen i alt blev 1,23 pct. i samme periode.

Markedet

De globale aktiemarkeder gav et afkast på 18,39 pct. i 2014, men konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving især i andet halvår. Der var også meget stor forskel på afkastene regionerne imellem bl.a. som følge af store ændringer i valutakurserne. Med et afkast på 28,09 pct. var det USA, der klarede sig bedst godt hjulpet af en betydelig styrkelse af den amerikanske dollar. Med afkast på henholdsvis 11,18, 9,09 og 6,64 pct. klarede nye markeder, Japan og Europa sig væsentligt dårligere.

High yield-obligationerne fik en god start på 2014, idet den amerikanske centralbank (Fed) havde signaleret en langsom udfasning af de pengepolitiske lempelser i USA, hvilket holdt kreditspændene i ro. I Europa opstod der store udsving på markedet for high yield-obligationer som følge af et dyk i forventningerne til den fremtidige inflation samt, at opsvinget i USA tog fart, mens Phones4U, en stor uafhængig mobiloperatør i England, overraskede markedet med en misligholdelse. Denne udvikling gik primært ud over B-ratede-obligationer. I USA sendte det kraftige fald i olieprisen markedsafkastene ned som følge af stigende forventninger til misligholdelser i markedet grundet pres på energisektoren.

I Danmark var 2014 et år med næsten uafbrudte rentefald. Det var ikke vores forventning i slutningen af 2013, men stor international efterspørgsel efter sikre obligationer, lav vækst, uro i Rusland og Ukraine samt en overraskende lav inflation, der ikke er set lavere siden 1950'erne, var årsager til rentefaldet. Kombinationen af lav vækst og næsten ingen inflation var medvirkende årsager til, at Den Europæiske Centralbank (ECB) sænkede renten to gange i løbet af året. I Danmark valgte Nationalbanken at fastholde udlånsrenten uændret på 0,2 pct.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Juni 2010
Risikoindeksator [1-7]: 3
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060228633
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

FORMUEFORDELING

Danske obl.	57,9%
Danske aktier	2,6%
Udenlandske obl.	21,9%
Udenlandske akt.	17,3%
Øvrige inkl. likvide	0,3%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,39
Standardafvigelse	2,24

MIX DEFENSIV – AKKUMULERENDE

Renten på den toneangivende danske statsobligation 1,5% 2023 faldt hen over året med 1,54 procentpoint og endte året i rekordlave 0,55 pct.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens investeringer kan som hovedregel inddeles i 3 aktivklasser – aktier, danske og udenlandske stats- og realkreditobligationer, samt kreditobligationer, der tæller virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder. Alle aktivklasser bidrog positivt til afdelingens samlede afkast.

Aktier bidrog med det højeste afkast i størrelsesordenen 12 pct. Blandt de bedste investeringer var Danske Invest Danmark Fokus og Danske Invest Teknologi med stigninger på hhv. 26 og 27 pct.

Afdelingens andel af danske obligationer gav et afkast på 1,6 pct. Renterne faldt fra årets start og var udslagsgivende for det positive afkast. En stor andel af realkreditobligationer bidrog positivt til det samlede afkast for danske obligationer i beholdningen.

Afdelingens andel af aktier lå gennem året i niveauet 15-21 pct., og andelen af kreditobligationer var mellem 16 pct. og 22 pct.

I tråd med vores forventninger steg væksten i løbet af andet kvartal, og i juli nåede væksten et niveau, som vi anså for at være stabilt. Derfor valgte vi at reducere andelen af aktier. Ved udgangen af juli udgjorde aktier cirka 16 pct.

I starten af december købte vi aktier igen. ECB markerede villighed til stort set alle tiltag for at øge inflationen i samspil med, at vi forventer positive effekter af den faldende oliepris på aktiemarkedet over en periode på 6-12 måneder. Igennem andet halvår har vi løbende reduceret andelen af globale indeksobligationer i takt med, at renten er faldet og dermed har mindsket det fremadrettede afkastpotentiale – særligt sammenlignet med den rentefølsomhed, som globale indeksobligationer har.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Ved indgangen til 2015 har afdelingen investeret 16 pct. i akter og 22 pct. af beholdningen i kreditobligationer. Den resterende del er investeret i danske og europæiske realkredit- og statsobligationer. Afdelingens risiko er derfor både relateret til kreditrisikoen ved investering i lande i nye markeder, risikoen ved at investere i virksomhedsobligationer samt risikoen i forhold til renteutviklingen.

Vi vurderer, at der to betydelige risici i 2015: For det første kan 2015 gå hen og blive året, hvor vi oplever første skridt i retning af højere renter i USA. Det er isoleret set gode nyheder, da det i så fald forventes at være på baggrund af en

økonomisk fremgang med tegn på bæredygtighed. Men det kan give nogle kortsigtede udsving, som vi bl.a. oplede det i sommeren 2013. Vi vurderer, at Fed kan styre processen, hvis der kommer renteforhøjelser. Men vi kan omvendt ikke afskrive turbulens.

I Europa kan en optrapning af krisen i Ukraine gøre enhver forudsigelse til skamme – men så længe situationen ikke eskalere yderligere, bør regionen være gennem det værste. Derudover vil de politiske risici med de fremadstormende populistiske partier i såvel Grækenland, Spanien, Italien og Frankrig kunne skabe store overskrifter og dermed uro.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive, men beherskede, afkast på aktiemarkedene i 2015 understøttet af vækst i selskabernes indtjening. Dette er baseret på en forventning om, at den pæne økonomiske vækst i USA fortsætter i 2015, samtidig med at væksten i Europa forventes at stige.

For 2015 forventer vi lave, men positive afkast på obligationerne. Det nuværende renteniveau er fortsat lavt i historisk perspektiv, og der er risiko for stigende renter og dermed negative afkast.

Vi går ind i 2015 med investeringerne fastlagt efter en forventning om stigende priser på risikable aktiver – særligt aktier.

I et scenarie med uændrede eller langsomt stigende renter forventer vi, at virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder vil give et højere afkast end danske stats- og realkreditobligationer. Omvendt er rentefølsomheden også højere.

Danske stats- og realkreditobligationer er nu og her kendetegnet ved historisk lave renteniveauer. Det betyder, at vi har meget lave forventninger til afkastet i 2015. Af samme årsag har vi valgt at investere i obligationer med lav rentefølsomhed, så vi ikke bliver overrasket af en eventuel rentestigning.

Samlet set ser vi positivt på afkastmulighederne i 2015, hvor vi forventer, at de positive bidrag primært vil komme fra virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder samt aktier.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast på niveau for korte danske statsobligationer med et tillæg på 0,75 pct. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end markedsudviklingen – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa. Det nuværende renteniveau er dog lavt i historisk perspektiv, og der er risiko for stigende renter, og dermed negativt afkast for obligationerne.

MIX DEFENSIV – AKKUMULERENDE

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	16.262	16.137
2 Udbytter	13.289	18.439
I alt renter og udbytter	29.551	34.575
3 Kursgevinster og -tab:		
Obligationer	÷6.071	÷2.709
Kapitalandele	29.869	17.754
Valutakonti	130	124
4 Handelsomkostninger	÷32	÷157
I alt kursgevinster og -tab	23.897	15.012
I alt indtægter	53.447	49.588
5 Administrationsomkostninger	12.591	11.767
Resultat før skat	40.856	37.820
6 Skat	1.083	129
Årets nettoresultat	39.774	37.692
Overført til formuen	39.774	37.692

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	4.266	7.294
I alt likvide midler	4.266	7.294
Obligationer:		
Not. obl. fra danske udstedere	817.327	741.106
Not. obl. fra udl. udstedere	0	3.751
I alt obligationer	817.327	744.857
Kapitalandele:		
Inv-beviser i andre danske inv- og specialforeninger	590.479	459.792
I alt kapitalandele	590.479	459.792
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	7.838	8.343
I alt andre aktiver	7.838	8.343
Aktiver i alt	1.419.910	1.220.286
PASSIVER		
7 Medlemmernes formue	1.419.634	1.218.947
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	276	1.339
I alt anden gæld	276	1.339
Passiver i alt	1.419.910	1.220.286

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)*	2,78	0,59	7,37	3,34	3,19
Indre værdi (DKK pr. andel)	102,78	103,38	110,99	114,70	118,36
Nettoresultat (t.DKK)*	10.656	4.699	70.117	37.692	39.774
Administrationsomkostninger (pct.)	1,17	0,99	0,99	1,00	0,95
ÅOP	1,41	1,23	1,23	1,25	1,18
Omsætningshastighed (antal gange)*	0,14	0,52	0,26	0,40	0,35
Medlemmernes formue (t.DKK)	748.853	922.117	1.119.878	1.218.947	1.419.634
Antal andele	7.286.200	8.919.700	10.089.457	10.626.811	11.993.733
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

* 2010 dækker en periode på mindre end 12 måneder

MIX DEFENSIV – AKKUMULERENDE

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE
(FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK

	2014	2013
Noterede obligationer fra danske udstedere	16.210	15.492
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	51	645
I alt renteindtægter	16.262	16.137

NOTE 2: UDBYTTET I 1.000 DKK

	2014	2013
Inv-beviser i andre danske inv- og specialforeninger	13.289	18.439
I alt udbyttet	13.289	18.439

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK

	2014	2013
Noterede obligationer fra danske udstedere	÷6.177	÷3.468
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	106	759
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	29.869	17.332
Inv-beviser i udenlandske inv- og specialforeninger	0	422
Vælutakonti	130	124
Handelsomkostninger	÷32	÷157
I alt kursgevinster og -tab	23.897	15.012

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷38	÷205
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	6	48
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷32	÷157

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	5
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	4
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	3
Markedsføringsomkostninger	0	0	2.871	176
Gebyrer til depotselskab	0	0	441	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	2.321	13
Øvrige omkostninger	38	26	90	288
Managementhonorar	11.306	0	5.406	0
Fast administrationshonorar	1.222	0	149	0
I alt opdelte adm.omk.	12.565	26	11.278	489
I alt adm.omkostninger		12.591		11.767

I administrationsomkostningerne indgår t.DKK 6.439 fra »Kursregulering af investeringsbeviser«. Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetægelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger; fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne m.v., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 6: SKAT I 1.000 DKK

	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	1.083	129
I alt skat	1.083	129

NOTE 7: MEDLEMMERNES FORMUE

	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	10.626.811	1.218.947	10.089.457	1.119.878
Emissioner i året	1.497.000	175.570	1.568.000	176.763
Indløsninger i året	÷130.078	÷15.046	÷1.030.646	÷116.104
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		389		718
Overførsel af periodens resultat		39.774		37.692
I alt medlemmernes formue	11.993.733	1.419.634	10.626.811	1.218.947

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	89,6	97,0
Øvrige finansielle instrumenter	9,6	1,9
I alt finansielle instrumenter	99,2	98,9
Øvrige aktiver og passiver	0,8	1,2
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

MIX OBLIGATIONER

Investerer i danske og udenlandske obligationer, herunder i statsobligationer fra emerging markedslande og virksomheder med såvel høj som lav kreditrating. Afdelingen er aktivt styret. Hovedparten af afdelingens investeringer vil være i eller afdækket mod danske kroner.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer i danske og udenlandske obligationer, herunder statsobligationer udstedt af lande med en høj kreditrating og statsobligationer udstedt af emerging markedslande, dvs. lande med lav kreditrating, samt obligationer og lignende udstedt af kreditinstitutioner og virksomheder med såvel høj som lav kreditrating. Obligationerne kan være udstedt i såvel danske kroner som i udenlandske valutaer, ligesom obligationerne kan have såvel kort som lang varighed. Afdelingen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle obligationstyper og valutaer, dog udgør danske obligationer minimum 50 pct. af formuen. Afdelingen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, nye markeder/emerging markets, event-risici, selskabsspecifikke forhold og modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 2 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 3,22 pct. Afdelingen har intet benchmark, og det opnåede afkast var tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen for korte europæiske statsobligationer med et tillæg på 0,50 pct., så stigningen i alt blev 0,98 pct. i samme periode.

Markedet

2014 blev overordnet set et pænt år for global økonomi, men under overfladen viser der sig dog store regionale forskelle. En tilspidset konflikt i Østeuropa samt en hastigt faldende oliepris mod slutningen af året satte sit præg på de finansielle markeder, hvor især USA fremstod som det store vækstlokomotiv.

Faldet i olieprisen startede henover sommeren som følge af øget produktion i USA, og tog for alvor til i årets sidste kvartal. I løbet af efteråret skuffede flere centrale makroøkonomiske nøgletal, og i kombination med den fortsatte uro i Østeuropa og frygt for en Ebola-epidemi, faldt aktiemarkedene markant i oktober. Optimismen vendte dog hurtigt tilbage, og fra medio oktober og tre uger frem blev det tabte vundet tilbage på aktiemarkedene - drevet af stærke tal fra især den amerikanske økonomi og jobmarkedet.

Uroen blussede op igen i december, og olieprisfaldet fortsatte med at lægge nedadgående pres på selskaber indenfor olieindustrien og lande med stor eksport af olie. Investorerne frygtede på den baggrund, at Rusland ville miste store indtægter fra olien og måske ende i økonomiske problemer. Det medførte også, at den russiske rubel faldt voldsomt i værdi, og den russiske centralbank forsøgte at forsvare valutaen med voldsomme renteforhøjelser. Det satte gang i endnu en bølge af frygt for risiko med kraftige fald i globale aktier og valutaer fra nye markeder.

I årets sidste dage rettede markederne sig igen, og 2014 endte således med positive afkast over en bred kam.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens investeringer kan som hovedregel inddeles i 3 segmenter: Danske obligationer (primært stats- og realkre-

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Juli 2012
Risikoindekator [1-7]: 2
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060430627
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	38,5%
1-3 år	16,9%
3-5 år	17,2%
5-10 år	22,7%
Øvrige inkl. likvide	4,7%

MIX OBLIGATIONER

ditobligationer), udenlandske obligationer (primært statsobligationer og realkreditlignende obligationer samt indeksobligationer) og kreditobligationer (virksomhedsobligationer med både høj og lav kreditværdighed samt obligationer fra nye markeder). Alle tre segmenter bidrog positivt til afdelingens afkast.

Afdelingens andel af danske obligationer gav et afkast på cirka 4 pct. Året startede med et historisk lavt renteniveau. Renteniveauet faldt yderligere og var udslagsgivende for det positive afkast. En stor andel af realkreditobligationer bidrog positivt til det samlede afkast for danske obligationer i beholdningen. Eksempelvis var afkastet på konverterbare realkreditobligationer med 3½ pct. kuponrente og 30 års restløbetid mere end 9 pct.

Afdelingens andel af udenlandske obligationer gav et afkast på cirka 9 pct. Det var overvejende investeringer i globale indeksobligationer, der var udslagsgivende for afkastet. Ved årets start var 4 pct. investeret i indeksobligationer, og i maj blev andelen reduceret til det halve. Baggrunden var den faldende inflation samt en forventning om, at renterne ikke ville falde yderligere. Mod vores forventning blev renterne ved med at falde.

Afdelingens andel af kreditobligationer lå i løbet af året mellem 18 pct. og 25 pct. Afkastet på denne del var 3 pct. Det var særligt investeringer i virksomhedsobligationer med høj kreditværdighed samt obligationer fra nye markeder, der trækker afkastet op. I slutningen af første kvartal øgede vi andelen af obligationer fra nye markeder. Finansieringen af købet var netop virksomhedsobligationer med høj kreditværdighed, og effekten har derfor været begrænset.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Ved indgangen til 2015 har afdelingen investeret 23 pct. af beholdningen i kreditobligationer. Den resterende del af afdelingen er primært investeret i danske obligationer. Afdelingens risiko er derfor både relateret til kreditrisikoen ved investering i lande på de nye markeder, risikoen ved at investere i virksomheder samt risikoen i forhold til renteutviklingen, både globalt og i særdeleshed i Danmark.

Vi vurderer, at der er to betydelige risici i 2015: For det første kan 2015 gå hen og blive året, hvor vi oplever første skridt i retning af højere renter i USA. Det er isoleret set gode nyheder, da det i så fald forventes at være på baggrund af en økonomisk fremgang med tegn på bæredygtighed. Men det kan give nogle kortsigtede udsving på markederne, som vi

bl.a. oplevede det i sommeren 2013. Vi vurderer, at den amerikanske centralbank kan styre processen, hvis der kommer renteforhøjelser. Men vi kan omvendt ikke afskrive turbulens.

I Europa kan en optrapning af krisen i Ukraine gøre enhver forudsigelse til skamme – men så længe situationen ikke eskalere yderligere, bør regionen være gennem det værste. Derudover vil de politiske risici med de fremadstormende populistiske partier i såvel Grækenland, Spanien, Italien og Frankrig kunne skabe store overskrifter og dermed uro.

Slutteligt holder vi tæt øje med det kinesiske finansielle system, fordi Kina har stor betydning for udviklingen i nye markeder.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi går ind i 2015 med investeringerne fastlagt efter en forventning om, at obligationer fra nye markeder og virksomhedsobligationer med lav kreditværdighed vil give fornuftige afkast.

Konkret forventer vi tiltagende vækst i Europa understøttet af en lempelig pengepolitik og et sundere banksystem. Forventningen om lempelig pengepolitik tager udgangspunkt i Den Europæiske Centralbanks seneste udmeldinger om en ufravigelig intention om at støtte de finansielle marked i det nødvendige omfang. For USA's vedkommende forventer vi fortsat robust vækst med afsæt i positive beskæftigelsestall samt uændrede data for forbruger- og erhvervstillid.

Virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder forventes at give et højere afkast end beholdningen af danske obligationer. Omvendt er rentefølsomheden også højere. Hvis den amerikanske centralbank begynder at hæve renten i 2015, forventer vi, at det bliver i et roligt tempo for at undgå finansiell uro. Et scenarie med uændrede eller langsomt stigende renter forventer vi vil være mere fordelagtigt for virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder set i forhold til statsobligationer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med markedsudviklingen for korte europæiske statsobligationer. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end markedet for korte europæiske statsobligationer – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

MIX OBLIGATIONER

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	53.491	37.791
2 Udbytter	33.291	35.007
I alt renter og udbytter	86.782	72.798
3 Kursgevinster og -tab:		
Obligationer	36.498	+9.794
Kapitalandele	2.806	+30.867
Afledte finansielle instr.	+73	+49
Valutakonti	75	38
4 Handelsomkostninger	+15	+29
I alt kursgevinster og -tab	39.291	+40.701
I alt indtægter	126.073	32.097
5 Administrationsomkostninger	26.747	19.800
Resultat før skat	99.326	12.297
Skat	0	0
Årets nettoresultat	99.326	12.297
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	7.457	18.163
Overført fra sidste år	0	6.746
I alt formuebevægelser	7.457	24.909
Til disposition	106.783	37.206
6 Til rådighed for udlodning	78.711	86.023
Foreslået udlodning	78.591	86.023
Overført til udlodning næste år	120	0
Overført til formuen	28.072	+48.817

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	846	5.432
I alt likvide midler	846	5.432
Obligationer:		
Not. obl. fra danske udstedere	2.827.947	2.312.475
Not. obl. fra udl. udstedere	0	44.621
I alt obligationer	2.827.947	2.357.096
Kapitalandele:		
Inv-beviser i andre danske inv- og specialforeninger	899.917	701.698
I alt kapitalandele	899.917	701.698
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	17.827	17.016
Mellemvær. vedr. handelsaf v.	0	2.104
I alt andre aktiver	17.827	19.120
Aktiver i alt	3.746.537	3.083.346
PASSIVER		
7 Medlemmernes formue	3.560.949	3.079.075
Afledte finansielle instrumenter:		
Unot. afl. finansielle instr.	0	27
I alt afledte finansielle instr.	0	27
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	944	4.244
Mellemvær. vedr. handelsaf v.	184.643	0
I alt anden gæld	185.587	4.244
Passiver i alt	3.746.537	3.083.346

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	-	-	2012	2013	2014
Afkast (pct.)*	-	-	2,98	0,80	3,22
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	102,98	103,80	104,21
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	28.421	12.297	99.326
Udbytte (DKK pr. andel)	-	-	0,00	2,90	2,30
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	0,80	0,84	0,80
ÅOP	-	-	1,04	1,05	1,02
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	0,09	0,70	0,27
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	1.620.123	3.079.075	3.560.949
Antal andele	-	-	15.732.000	29.663.128	34.170.032
Stykstørrelse i DKK	-	-	100	100	100

* 2012 dækker en periode på mindre end 12 måneder

MIX OBLIGATIONER

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE
(FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK

	2014	2013
Noterede obligationer fra danske udstedere	52.785	36.436
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	705	1.356
I alt renteindtægter	53.491	37.791

NOTE 2: UDBYTTET I 1.000 DKK

	2014	2013
Inv-beviser i andre danske inv- og specialforeninger	33.291	35.007
I alt udbyttet	33.291	35.007

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK

	2014	2013
Noterede obligationer fra danske udstedere	35.376	÷ 11.280
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	1.122	1.486
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	2.806	÷ 30.867
Terminsforretninger/futures m.m.	÷ 73	÷ 49
Vælutakonti	75	38
Handelsomkostninger	÷ 15	÷ 29
I alt kursgevinster og -tab	39.291	÷ 40.701

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷ 22	÷ 37
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	7	8
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷ 15	÷ 29

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	9
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	7
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	5
Markedsføringsomkostninger	0	0	3.912	414
Gebyrer til depotselskab	0	0	672	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	3.453	22
Øvrige omkostninger	95	81	205	366
Managementhonorar	23.493	0	10.441	0
Fast administrationshonorar	3.078	0	295	0
I alt opdelte adm.omk.	26.666	81	18.979	821
I alt adm.omkostninger		26.747		19.800

I administrationsomkostningerne indgår t.DKK 8.409 fra »Kursregulering af investeringsbeviser«. Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetægelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne m.v., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 6: TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING I 1.000 DKK

	2014	2013
Renter og udbytter	86.782	72.798
Kursgevinst til udlodning	2.811	÷ 197
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	26.747	19.800
Overført fra Kursregulering af investeringsbeviser	8.409	5.048
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	7.457	18.163
Rente, udbytte og adm.omk. optjent i ophørende afdeling	0	3.100
Udlodning overført fra sidste år	0	6.448
Udlodning overført fra sidste år fra ophørende afdeling	0	299
I alt til rådighed for udlodning, brutto	78.711	85.858
Frivillig udlodning	0	165
I alt til rådighed for udlodning, netto	78.711	86.023

NOTE 7: MEDLEMMERNES FORMUE

	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	29.663.128	3.079.075	15.732.000	1.620.123
Korrektion ved fusion eller spaltning			4.822.876	499.246
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷ 86.023		0
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		1.203		0
Emissioner i året	7.157.731	741.231	9.693.500	1.004.438
Indløsninger i året	÷ 2.650.827	÷ 274.822	÷ 585.248	÷ 59.971
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		959		2.943
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		÷ 7.457		÷ 18.163
Overført til udlodning fra sidste år		0		÷ 6.746
Overført til udlodning næste år		120		0
Foreslået udlodning		78.591		86.023
Overførsel af periodens resultat		28.072		÷ 48.817
I alt medlemmernes formue	34.170.032	3.560.949	29.663.128	3.079.075

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	104,7	99,3
I alt finansielle instrumenter	104,7	99,3
Øvrige aktiver og passiver	÷ 4,7	0,7
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

MIX OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE

Investerer i danske og udenlandske obligationer, herunder i statsobligationer fra emerging markedslande og virksomheder med såvel høj som lav kreditrating. Afdelingen er aktivt styret. Hovedparten af afdelingens investeringer vil være i eller afdækket mod danske kroner.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer i danske og udenlandske obligationer, herunder i statsobligationer udstedt af lande med en høj kreditrating og i statsobligationer udstedt af emerging markedslande, dvs. lande med lav kreditrating, samt i obligationer og lignende udstedt af kreditinstitutioner og virksomheder med såvel høj som lav kreditrating. Obligationerne kan være udstedt i såvel danske kroner som i udenlandske valutaer, ligesom obligationerne kan have såvel kort som lang varighed. Afdelingen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle obligationstyper og valutaer, dog udgør danske obligationer minimum 50 pct. af formuen. Afdelingen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, nye markeder/emerging markets, event-risici, selskabsspecifikke forhold og modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekoren er andelsklassen placeret i kategori 2 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 3,27 pct. Afdelingen har intet benchmark, og det opnåede afkast var tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen for korte europæiske statsobligationer med et tillæg på 0,50 pct., så stigningen i alt blev 0,98 pct. i samme periode.

Markedet

2014 blev overordnet set et pænt år for global økonomi, men under overfladen viser der sig dog store regionale forskelle. En tilspidset konflikt i Østeuropa samt en hastigt faldende oliepris mod slutningen af året satte sit præg på de finansielle markeder, hvor især USA fremstod som det store vækstlokomotiv.

Faldet i olieprisen startede henover sommeren som følge af øget produktion i USA, og tog for alvor til i årets sidste kvartal. I løbet af efteråret skuffede flere centrale makroøkonomiske nøgletal, og i kombination med den fortsatte uro i Østeuropa og frygt for en Ebola-epidemi, faldt aktiemarkederne markant i oktober. Optimismen vendte dog hurtigt tilbage, og fra medio oktober og tre uger frem blev det tabte vundet tilbage på aktiemarkederne – drevet af stærke tal fra især den amerikanske økonomi og jobmarkedet.

Uroen blussede op igen i december, og olieprisfaldet fortsatte med at lægge nedadgående pres på selskaber indenfor olieindustrien og lande med stor eksport af olie. Investorerne frygtede på den baggrund, at Rusland ville miste store indtægter fra olien og måske ende i økonomiske problemer. Det medførte også, at den russiske rubel faldt voldsomt i værdi, og den russiske centralbank forsøgte at forsvare valutaen med voldsomme renteforhøjelser. Det satte gang i endnu en bølge af frygt for risiko med kraftige fald i globale aktier og valutaer fra nye markeder.

I årets sidste dage rettede markederne sig igen, og 2014 endte således med positive afkast over en bred kam.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens investeringer kan som hovedregel inddeles i 3 segmenter: Danske obligationer (primært stats- og realkre-

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Oktober 2005
Risikoindeks (1-7): 2
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060010924
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	40,3%
1-3 år	16,1%
3-5 år	16,8%
5-10 år	23,1%
Øvrige inkl. likvide	3,7%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,74
Standardafvigelse	1,69

MIX OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE

ditobligationer), udenlandske obligationer (primært statsobligationer og realkreditlignende obligationer samt indeksobligationer) og kreditobligationer (virksomhedsobligationer med både høj og lav kreditværdighed samt obligationer fra nye markeder). Alle tre segmenter bidrog positivt til afdelingens afkast.

Afdelingens andel af danske obligationer gav et afkast på cirka 4 pct. Året startede med et historisk lavt renteniveau. Renteniveauet faldt yderligere og var udslagsgivende for det positive afkast. En stor andel af realkreditobligationer bidrog positivt til det samlede afkast for danske obligationer i beholdningen. Eksempelvis var afkastet på konverterbare realkreditobligationer med 3½ pct. kuponrente og 30 års restløbetid mere end 9 pct.

Afdelingens andel af udenlandske obligationer gav et afkast på cirka 9 pct. Det var overvejende investeringer i globale indeksobligationer, der var udslagsgivende for afkastet. Ved årets start var 4 pct. investeret i indeksobligationer, og i maj blev andelen reduceret til det halve. Baggrunden var den faldende inflation samt en forventning om, at renterne ikke ville falde yderligere. Mod vores forventning blev renterne ved med at falde.

Afdelingens andel af kreditobligationer lå i løbet af året mellem 18 pct. og 25 pct. Afkastet på denne del var 3 pct. Det var særligt investeringer i virksomhedsobligationer med høj kreditværdighed samt obligationer fra nye markeder, der trækker afkastet op. I slutningen af første kvartal øgede vi andelen af obligationer fra nye markeder. Finansieringen af købet var netop virksomhedsobligationer med høj kreditværdighed, og effekten har derfor været begrænset.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Ved indgangen til 2015 har afdelingen investeret 24 pct. af beholdningen i kreditobligationer. Den resterende del af afdelingen er primært investeret i danske obligationer. Afdelingens risiko er derfor både relateret til kreditrisikoen ved investering i lande på de nye markeder, risikoen ved at investere i virksomheder samt risikoen i forhold til renteutviklingen, både globalt og i særdeleshed i Danmark.

Vi vurderer, at der er to betydelige risici i 2015: For det første kan 2015 gå hen og blive året, hvor vi oplever første skridt i retning af højere renter i USA. Det er isoleret set gode nyheder, da det i så fald forventes at være på baggrund af en økonomisk fremgang med tegn på bæredygtighed. Men det kan give nogle kortsigtede udsving på markederne, som vi

bl.a. oplevede det i sommeren 2013. Vi vurderer, at den amerikanske centralbank kan styre processen, hvis der kommer renteforhøjelser. Men vi kan omvendt ikke afskrive turbulens.

I Europa kan en optrapning af krisen i Ukraine gøre enhver forudsigelse til skamme – men så længe situationen ikke eskalere yderligere, bør regionen være gennem det værste. Derudover vil de politiske risici med de fremadstormende populistiske partier i såvel Grækenland, Spanien, Italien og Frankrig kunne skabe store overskrifter og dermed uro.

Slutteligt holder vi tæt øje med det kinesiske finansielle system, fordi Kina har stor betydning for udviklingen i nye markeder.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi går ind i 2015 med investeringerne fastlagt efter en forventning om, at obligationer fra nye markeder og virksomhedsobligationer med lav kreditværdighed vil give fornuftige afkast.

Konkret forventer vi tiltagende vækst i Europa understøttet af en lempelig pengepolitik og et sundere banksystem. Forventningen om lempelig pengepolitik tager udgangspunkt i Den Europæiske Centralbanks seneste udmeldinger om en ufravigelig intention om at støtte de finansielle markeder i det nødvendige omfang. For USA's vedkommende forventer vi fortsat robust vækst med afsæt i positive beskæftigelsestall samt uændrede data for forbruger- og erhvervstillid.

Virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder forventes at give et højere afkast end beholdningen af danske obligationer. Omvendt er rentefølsomheden også højere. Hvis den amerikanske centralbank begynder at hæve renten i 2015, forventer vi, at det bliver i et roligt tempo for at undgå finansiell uro. Et scenarie med uændrede eller langsomt stigende renter forventer vi vil være mere fordelagtigt for virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder set i forhold til statsobligationer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med markedsudviklingen for korte europæiske statsobligationer. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end markedet for korte europæiske statsobligationer – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

MIX OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	14.243	8.439
2 Udbytter	4.550	6.888
I alt renter og udbytter	18.793	15.328
3 Kursgevinster og -tab:		
Obligationer	10.223	+2.211
Kapitalandele	4.866	+6.916
Afledte finansielle instr.	70	+50
Valutakonti	195	40
4 Handelsomkostninger	+11	+8
I alt kursgevinster og -tab	15.343	+9.145
I alt indtægter	34.136	6.182
5 Administrationsomkostninger	7.439	4.572
Resultat før skat	26.698	1.610
Skat	0	0
Årets nettoresultat	26.698	1.610
Overført til formuen	26.698	1.610

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	1.818	5.340
I alt likvide midler	1.818	5.340
Obligationer:		
Not. obl. fra danske udstedere	769.095	562.699
Not. obl. fra udl. udstedere	0	11.022
I alt obligationer	769.095	573.721
Kapitalandele:		
Inv-beviser i andre danske inv- og specialforeninger	256.022	175.295
I alt kapitalandele	256.022	175.295
Afl. finansielle instr.:		
Unot. afl. finansielle instr.	5	0
I alt afledte finansielle instr.	5	0
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	4.638	3.984
Mellemvær: vedr. handelsaf v.	0	4.286
I alt andre aktiver	4.638	8.271
Aktiver i alt	1.031.577	762.627

PASSIVER

6 Medlemmernes formue	991.342	761.589
Afledte finansielle instrumenter:		
Unot. afl. finansielle instr.	58	30
I alt afledte finansielle instr.	58	30
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	254	1.007
Mellemvær: vedr. handelsaf v.	39.923	0
I alt anden gæld	40.177	1.007
Passiver i alt	1.031.577	762.627

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	3,61	0,81	0,44	0,85	3,27
Indre værdi (DKK pr. andel)	107,60	108,47	108,95	109,87	113,47
Nettoresultat (t.DKK)	13.578	980	617	1.610	26.698
Administrationsomkostninger (pct.)	0,63	0,64	0,73	0,83	0,80
ÅOP	0,85	0,85	0,98	1,05	1,02
Omsætningshastighed (antal gange)	0,05	0,08	1,42	0,15	0,31
Medlemmernes formue (t.DKK)	244.464	179.403	282.065	761.589	991.342
Antal andele	2.271.916	1.653.916	2.588.916	6.931.578	8.736.634
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

MIX OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE
(FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede obligationer fra danske udstedere	14.065	8.127
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	178	312
I alt renteindtægter	14.243	8.439

NOTE 2: UDBYTTET I 1.000 DKK	2014	2013
Inv-beviser i andre danske inv- og specialforeninger	4.550	6.888
I alt udbyttet	4.550	6.888

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede obligationer fra danske udstedere	9.944	÷ 2.514
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	280	304
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	4.866	÷ 6.916
Terminsforretninger/futures m.m.	70	÷ 50
Vælutakonti	195	40
Handelsomkostninger	÷ 11	÷ 8
I alt kursgevinster og -tab	15.343	÷ 9.145

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷ 18	÷ 37
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	7	29
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷ 11	÷ 8

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	3
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	3
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	2
Markedsføringsomkostninger	0	0	877	99
Gebyrer til depotselskab	0	0	174	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	659	8
Øvrige omkostninger	25	21	41	93
Managementhonorar	6.531	0	2.550	0
Fast administrationshonorar	862	0	64	0
I alt opdelte adm.omk.	7.418	21	4.366	206
I alt adm.omkostninger		7.439		4.572

I administrationsomkostningerne indgår t.DKK 2.317 fra »Kursregulering af investeringsbeviser«. Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetægelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne m.v., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 6: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK

Medlemmernes formue primo	6.931.578	761.589	2.588.916	282.065
Emissioner i året	2.784.950	313.461	4.819.009	528.317
Indløsninger i året	÷ 979.894	÷ 111.265	÷ 476.347	÷ 51.884
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		859		1.482
Overførsel af periodens resultat		26.698		1.610
I alt medlemmernes formue	8.736.634	991.342	6.931.578	761.589

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014		2013	
--------------------------------	------	--	------	--

Finansielle instrumenter i pct.				
Børsnoterede finansielle instrumenter			89,0	96,8
Øvrige finansielle instrumenter			14,4	1,5
I alt finansielle instrumenter			103,4	98,3
Øvrige aktiver og passiver			÷ 3,4	1,7
I alt			100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallevej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

MIX OFFENSIV – AKKUMULERENDE

Investerer i danske og udenlandske aktier og obligationer, herunder værdipapirer fra emerging markets-lande og virksomhederobligationer. Aktier kan maksimalt udgøre 60 pct. af afdelingen. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer i både danske og udenlandske aktier og obligationer – herunder i obligationer fra nye markeder og fra virksomheder. Afdelingen spreder dermed sine investeringer på flere aktivtyper, dvs. både aktier og obligationer. Fordelingen af aktier og obligationer er afhængig af vores forventninger til markedsudviklingen og hensynet til den samlede risiko. Aktier kan maksimalt udgøre 60 pct. af afdelingens formue. Afdelingen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer af aktier og obligationer samt valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder/emerging markets, event-risiko, modpartsrisiko samt valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 4 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 7,33 pct. Afdelingen har intet benchmark, og det opnåede afkast var tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen for korte europæiske statsobligationer med et tillæg på 2,00 pct., så stigningen i alt blev 2,48 pct. i samme periode.

Markedet

De globale aktiemarkeder gav et afkast på 18,39 pct. i 2014, men konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving især i andet halvår. Der var også meget stor forskel på afkastene regionerne imellem bl.a. som følge af store ændringer i valutakurserne. Med et afkast på 28,09 pct. var det USA, der klarede sig bedst godt hjulpet af en betydelig styrkelse af den amerikanske dollar. Med afkast på henholdsvis 11,18, 9,09 og 6,64 pct. klarede nye markeder, Japan og Europa sig væsentligt dårligere.

High yield-obligationerne fik en god start på 2014, idet den amerikanske centralbank (Fed) havde signaleret en langsom udfasning af de pengepolitiske lempelser i USA, hvilket holdt kreditspændene i ro. I Europa opstod der store udsving på markedet for high yield-obligationer som følge af et dyk i forventningerne til den fremtidige inflation samt, at opsvinget i USA tog fart, mens Phones4U, en stor uafhængig mobiloperatør i England, overraskede markedet med en misligholdelse. Denne udvikling gik primært ud over B-ratede-obligationer. I USA sendte det kraftige fald i olieprisen markedsafkastene ned som følge af stigende forventninger til misligholdelser i markedet grundet pres på energisektoren.

I Danmark var 2014 et år med næsten uafbrudte rentefald. Det var ikke vores forventning i slutningen af 2013, men stor international efterspørgsel efter sikre obligationer, lav vækst, uro i Rusland og Ukraine samt en overraskende lav inflation, der ikke er set lavere siden 1950'erne, var årsager til rentefaldet. Kombinationen af lav vækst og næsten ingen inflation var medvirkende årsager til, at Den Europæiske Centralbank (ECB) sænkede renten to gange i løbet af året. I Danmark valgte Nationalbanken at fastholde udlånsrenten uændret på 0,2 pct.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Juni 2010
Risikoindeksator [1-7]: 4
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060228716
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

FORMUEFORDELING

Danske obl.	27,3%
Danske aktier	6,5%
Udenlandske obl.	20,5%
Udenlandske akt.	44,8%
Øvrige inkl. likvide	0,9%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,16
Standardafvigelse	5,38

MIX OFFENSIV – AKKUMULERENDE

Renten på den toneangivende danske statsobligation 1,5% 2023 faldt hen over året med 1,54 procentpoint og endte året i rekordlave 0,55 pct.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens investeringer kan som hovedregel inddeles i 3 aktivklasser - aktier, danske og udenlandske stats- og realkreditobligationer, samt kreditobligationer, der er tæller virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder. Alle aktivklasser bidrog positivt til afdelingens samlede afkast.

Aktier bidrog med det højeste afkast - i størrelsesordenen 13 pct. Blandt de bedste investeringer var Danske Invest Danmark Fokus og Danske Invest Teknologi med stigninger på 26 og 27 pct.

Afdelingens andel af danske obligationer gav et afkast på 3,7 pct. Året startede med et meget lavt renteniveau. Renterne faldt yderligere og var udslagsgivende for det positive afkast. En stor andel af realkreditobligationer bidrog positivt til det samlede afkast for danske obligationer i beholdningen. Eksempelvis var afkastet på konverterbare realkreditobligationer med 3½ pct. kuponrente og 30 års restløbetid op til cirka 9 pct.

Afdelingens andel af aktier lå gennem året i niveauet 42-53 pct., og andelen af kreditobligationer var mellem 16 pct. og 23 pct.

I februar købte vi obligationer fra nye markeder, fordi vi vurderede, at pessimismen var på sit højeste, og de dermed stod til at give et godt afkast ved skift i markedsstemningen. Vi investerede yderligere i obligationer fra nye markeder i slutningen af maj.

Vi købte aktier i starten af april efter et stykke tid med skuffende data fra specielt USA og Kina. Vi vurderede, at væksten ville være tiltagende gennem andet kvartal. I tråd med vores forventninger steg væksten i løbet af andet kvartal, og i juli nåede væksten et niveau, som vi anså for at være stabilt. Derfor valgte at reducere andelen af aktier igen. Ved udgangen af juli udgjorde aktier cirka 16 pct.

I starten af december købte vi endnu en gang aktier. Den Europæiske Centralbank (ECB) markerede villighed til stort set alle tiltag for at øge inflationen i samspil med, at vi forventede positive effekter af den faldende oliepris på aktiemarkedet over en periode på 6-12 måneder. Situationen i Rusland betød desværre, at aktiemarkederne faldt de første par uger efter købet. Men mod slutningen af december blev det tabte hentet hjem. Ved udgangen af december var aktiemarkedet steget lidt sammenlignet med købstidspunktet primo december.

Vi har løbende gennem andet halvår reduceret andelen af globale indeksobligationer, i takt med at renten er faldet og dermed har mindsket det fremadrettede afkastpotentiale - særligt sammenlignet med den rentefølsomhed, som globale indeksobligationer har.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Ved indgangen til 2015 har afdelingen investeret 45 pct. i aktier og 21 pct. af beholdningen i kreditobligationer. Den resterende del er investeret i danske og europæiske realkredit- og statsobligationer. Afdelingens risiko er derfor både relateret til kreditrisikoen ved investering i lande på nye markeder, risikoen ved at investere i virksomhedsobligationer samt risikoen i forhold til renteutviklingen.

Vi vurderer, at der to betydelige risici i 2015: For det første kan 2015 gå hen og blive året, hvor vi oplever første skridt i retning af højere renter i USA. Det er isoleret set gode nyheder, da det i så fald forventes at være på baggrund af en økonomisk fremgang med tegn på bæredygtighed. Men det kan give nogle kortsigtede udsving, som vi bl.a. oplede det i sommeren 2013. Vi vurderer, at Fed kan styre processen, hvis der kommer renteforhøjelser. Men vi kan omvendt ikke afskrive turbulens.

I Europa kan en optrapning af krisen i Ukraine gøre enhver forudsigelse til skamme - men så længe situationen ikke eskaleres yderligere, bør regionen være gennem det værste. Derudover vil de politiske risici med de fremadstormende populistiske partier i såvel Grækenland, Spanien, Italien og Frankrig kunne skabe store overskrifter og dermed uro.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive, men beherskede, afkast på aktiemarkederne i 2015 understøttet af vækst i selskabernes indtjening. Dette er baseret på en forventning om, at den pæne økonomiske vækst i USA fortsætter i 2015, samtidig med at væksten i Europa forventes at stige.

For 2015 forventer vi lave, men positive afkast på obligationerne. Det nuværende renteniveau er fortsat lavt i historisk perspektiv, og der er risiko for stigende renter og dermed negative afkast.

Vi går ind i 2015 med investeringerne fastlagt efter en forventning om stigende priser på risikable aktiver - særligt aktier.

I et scenarie med uændrede eller langsomt stigende renter forventer vi, at virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder vil give et højere afkast end danske stats- og realkreditobligationer. Omvendt er rentefølsomheden også højere.

MIX OFFENSIV – AKKUMULERENDE



Danske stats- og realkreditobligationer er nu og her kendetegnet ved historisk lave renteniveauer. Det betyder, at vi har meget lave forventninger til afkastet i 2015. Af samme årsag har vi valgt at investere i obligationer med lav rentefølsomhed, så vi ikke bliver overrasket af en eventuel rentestigning.

Samlet set ser vi positivt på afkastmulighederne i 2015, hvor vi forventer, at de positive bidrag primært vil komme fra virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder samt aktier.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast på niveau med korte danske statsobligationer. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværing af den geopolitiske udvikling i Østeuropa. Det nuværende renteniveau er dog lavt i historisk perspektiv og der er risiko for stigende renter, og dermed negativt afkast for obligationerne.

MIX OFFENSIV – AKKUMULERENDE

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	2.608	1.822
2 Udbytter	4.707	4.263
I alt renter og udbytter	7.316	6.085
3 Kursgevinster og -tab:		
Obligationer	1.378	÷779
Kapitalandele	23.229	16.152
Valutakonti	107	79
4 Handelsomkostninger	÷38	÷160
I alt kursgevinster og -tab	24.676	15.292
I alt indtægter	31.992	21.377
5 Administrationsomkostninger	4.556	3.124
Resultat før skat	27.435	18.253
6 Skat	516	100
Årets nettoresultat	26.919	18.152
Overført til formuen	26.919	18.152

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	4.173	5.220
I alt likvide midler	4.173	5.220
Obligationer:		
Not. obl. fra danske udstedere	137.805	100.548
Not. obl. fra udl. udstedere	0	1.050
I alt obligationer	137.805	101.598
Kapitalandele:		
Inv-beviser i andre danske inv- og specialforeninger	361.913	190.541
I alt kapitalandele	361.913	190.541
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	1.070	957
Mellemvær. vedr. handelsaf v.	1.102	0
I alt andre aktiver	2.171	957
Aktiver i alt	506.062	298.316

PASSIVER

7 Medlemmernes formue	497.535	298.103
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	44	213
Mellemvær. vedr. handelsaf v.	8.484	0
I alt anden gæld	8.528	213
Passiver i alt	506.062	298.316

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)*	7,47	÷4,07	13,80	7,85	7,33
Indre værdi (DKK pr. andel)	107,47	103,09	117,32	126,53	135,81
Nettoresultat (t.DKK)*	6.388	÷8.611	26.096	18.152	26.919
Administrationsomkostninger (pct.)	1,31	1,24	1,23	1,25	1,16
ÅOP	1,57	1,49	1,49	1,54	1,41
Omsætningshastighed (antal gange)*	0,12	0,43	0,25	0,40	0,31
Medlemmernes formue (t.DKK)	131.112	181.648	217.658	298.103	497.535
Antal andele	1.220.000	1.762.000	1.855.203	2.355.961	3.663.461
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

* 2010 dækker en periode på mindre end 12 måneder

MIX OFFENSIV – AKKUMULERENDE

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE
(FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK

	2014	2013
Noterede obligationer fra danske udstedere	2.594	1.688
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	14	134
I alt renteindtægter	2.608	1.822

NOTE 2: UDBYTTET I 1.000 DKK

	2014	2013
Inv-beviser i andre danske inv- og specialforeninger	4.707	4.263
I alt udbytte	4.707	4.263

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK

	2014	2013
Noterede obligationer fra danske udstedere	1.348	÷937
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	30	158
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	23.229	15.809
Inv-beviser i udenlandske inv- og specialforeninger	0	343
Vælutakonti	107	79
Handelsomkostninger	÷38	÷160
I alt kursgevinster og -tab	24.676	15.292

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷65	÷252
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	27	92
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷38	÷160

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	1
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	1
Markedsføringsomkostninger	0	0	705	22
Gebyrer til depotselskab	0	0	146	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	603	2
Øvrige omkostninger	11	4	21	106
Managementhonorar	4.101	0	1.492	0
Fast administrationshonorar	441	0	26	0
I alt opdelte adm.omk.	4.552	4	2.993	131
I alt adm.omkostninger		4.556		3.124

I administrationsomkostningerne indgår t.DKK 3.562 fra »Kursregulering af investeringsbeviser«. Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljeådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne m.v., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 6: SKAT I 1.000 DKK	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	516	100
I alt skat	516	100

NOTE 7: MEDLEMMERNES FORMUE

	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	2.355.961	298.103	1.855.203	217.658
Emissioner i året	1.327.500	174.768	723.000	88.853
Indløsninger i året	÷20.000	÷2.674	÷222.242	÷26.814
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		419		253
Overførsel af periodens resultat		26.919		18.152
I alt medlemmernes formue	3.663.461	497.535	2.355.961	298.103

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	89,8	94,7
Øvrige finansielle instrumenter	10,7	3,3
I alt finansielle instrumenter	100,4	98,0
Øvrige aktiver og passiver	÷0,4	2,0
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

MIX OFFENSIV PLUS – AKKUMULERENDE

Investerer i danske og udenlandske aktier og obligationer, herunder værdipapirer fra emerging markeds-lande og virksomhederobligationer. Aktier kan maksimalt udgøre 80 pct. af afdelingen. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer i både danske og udenlandske aktier og obligationer – herunder i obligationer fra nye markeder og fra virksomheder. Afdelingen spreder dermed sine investeringer på flere aktivtyper, dvs. både aktier og obligationer. Fordelingen af aktier og obligationer er afhængig af vores forventninger til markedsudviklingen og hensynet til den samlede risiko. Aktier kan maksimalt udgøre 80 pct. af afdelingens formue. Afdelingen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer af aktier og obligationer samt valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder/emerging markets, event-risiko, modpartsrisiko samt valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 4 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 8,67 pct. Afdelingen har intet benchmark, og det opnåede afkast var tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen for korte europæiske statsobligationer med et tillæg på 2,50 pct., så stigningen i alt blev 2,98 pct. i samme periode.

Markedet

De globale aktiemarkeder gav et afkast på 18,39 pct. i 2014, men konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving især i andet halvår. Der var også meget stor forskel på afkastene regionerne imellem bl.a. som følge af store ændringer i valutakurserne. Med et afkast på 28,09 pct. var det USA, der klarede sig bedst godt hjulpet af en betydelig styrkelse af den amerikanske dollar. Med afkast på henholdsvis 11,18, 9,09 og 6,64 pct. klarede nye markeder, Japan og Europa sig væsentligt dårligere.

High yield-obligationerne fik en god start på 2014, idet den amerikanske centralbank (Fed) havde signaleret en langsom udfasning af de pengepolitiske lempelser i USA, hvilket holdt kreditspændene i ro. I Europa opstod der store udsving på markedet for high yield-obligationer som følge af et dyk i forventningerne til den fremtidige inflation samt, at opsvinget i USA tog fart, mens Phones4U, en stor uafhængig mobiloperatør i England, overraskede markedet med en misligholdelse. Denne udvikling gik primært ud over B-ratede-obligationer. I USA sendte det kraftige fald i olieprisen markedsafkastene ned som følge af stigende forventninger til misligholdelser i markedet grundet pres på energisektoren.

I Danmark var 2014 et år med næsten uafbrudte rentefald. Det var ikke vores forventning i slutningen af 2013, men stor international efterspørgsel efter sikre obligationer, lav vækst, uro i Rusland og Ukraine samt en overraskende lav inflation, der ikke er set lavere siden 1950'erne, var årsager til rentefaldet. Kombinationen af lav vækst og næsten ingen inflation var medvirkende årsager til, at Den Europæiske Centralbank (ECB) sænkede renten to gange i løbet af året. I Danmark valgte Nationalbanken at fastholde udlånsrenten uændret på 0,2 pct.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Juni 2010
Risikoindeksator [1-7]: 4
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060228989
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

FORMUEFORDELING

Danske obl.	16,0%
Danske aktier	8,0%
Udenlandske obl.	19,5%
Udenlandske akt.	55,3%
Øvrige inkl. likvide	1,2%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,03
Standardafvigelse	6,94

MIX OFFENSIV PLUS – AKKUMULERENDE

Renten på den toneangivende danske statsobligation 1,5% 2023 faldt hen over året med 1,54 procentpoint og endte året i rekordlave 0,55 pct.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens investeringer kan som hovedregel inddeles i 3 aktivklasser – aktier, danske og udenlandske stats- og realkreditobligationer, samt kreditobligationer, der er tæller virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder. Alle aktivklasser bidrog positivt til afdelingens samlede afkast.

Aktier bidrog med det højeste afkast – i størrelsesordenen 13 pct. Blandt de bedste investeringer var Danske Invest Danmark Fokus og Danske Invest Teknologi med stigninger på 26 og 27 pct.

Afdelingens andel af danske obligationer gav et afkast på 4,4 pct. Renterne faldt fra årets start og var udslagsgivende for det positive afkast. En stor andel af realkreditobligationer bidrog positivt til det samlede afkast for danske obligationer i beholdningen.

Afdelingens andel af aktier lå gennem året i niveauet 51-64 pct., og andelen af kreditobligationer var mellem 15 pct. og 22 pct.

I tråd med vores forventninger steg væksten i løbet af andet kvartal, og i juli nåede væksten et niveau, som vi anså for at være stabilt. Derfor valgte vi at reducere andelen af aktier. Ved udgangen af juli udgjorde aktier cirka 16 pct. I starten af december købte vi aktier igen. ECB markerede villighed til stort set alle tiltag for at øge inflationen i samspil med, at vi forventer positive effekter af den faldende oliepris på aktiemarkedet over en periode på 6-12 måneder.

Gennem andet halvår har vi løbende reduceret andelen af globale indeksobligationer i takt med, at renten er faldet og dermed har mindsket det fremadrettede afkastpotentiale – særligt sammenlignet med den rentefølsomhed, som globale indeksobligationer har.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Ved indgangen til 2015 har afdelingen investeret 55 pct. i akter og 20 pct. af beholdningen i kreditobligationer. Den resterende del er investeret i danske og europæiske real- og statsobligationer. Afdelingens risiko er derfor både relateret til kreditrisikoen ved investering i lande på den nye markeder, risikoen ved at investere i virksomhedsobligationer samt risikoen i forhold til renteutviklingen.

Vi vurderer, at der to betydelige risici i 2015: For det første kan 2015 gå hen og blive året, hvor vi oplever første skridt i retning af højere renter i USA. Det er isoleret set gode nyheder, da det i så fald forventes at være på baggrund af en økonomisk fremgang med tegn på bæredygtighed. Men det

kan give nogle kortsigtede udsving, som vi bl.a. oplede det i sommeren 2013. Vi vurderer, at Fed kan styre processen, hvis der kommer renteforhøjelser. Men vi kan omvendt ikke afskrive turbulens.

I Europa kan en optrapning af krisen i Ukraine gøre enhver forudsigelse til skamme – men så længe situationen ikke eskalere yderligere, bør regionen være gennem det værste. Derudover vil de politiske risici med de fremadstormende populistiske partier i såvel Grækenland, Spanien, Italien og Frankrig kunne skabe store overskrifter og dermed uro.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive, men beherskede, afkast på aktiemarkedene i 2015 understøttet af vækst i selskabernes indtjening. Dette er baseret på en forventning om, at den pæne økonomiske vækst i USA fortsætter i 2015, samtidig med at væksten i Europa forventes at stige.

For 2015 forventer vi lave, men positive afkast på obligationerne. Det nuværende renteniveau er fortsat lavt i historisk perspektiv, og der er risiko for stigende renter og dermed negative afkast.

Vi går ind i 2015 med investeringerne fastlagt efter en forventning om stigende priser på risikable aktiver – særligt aktier.

I et scenarie med uændrede eller langsomt stigende renter forventer vi, at virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder vil give et højere afkast end danske stats- og realkreditobligationer. Omvendt er rentefølsomheden også højere.

Danske stats- og realkreditobligationer er nu og her kendetegnet ved historisk lave renteniveauer. Det betyder, at vi har meget lave forventninger til afkastet i 2015. Af samme årsag har vi valgt at investere i obligationer med lav rentefølsomhed, så vi ikke bliver overrasket af en eventuel rentestigning.

Samlet set ser vi positivt på afkastmulighederne i 2015, hvor vi forventer, at de positive bidrag primært vil komme fra virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder samt aktier.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast på niveau for korte danske statsobligationer med et tillæg på 2,00 pct. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa. Det nuværende renteniveau er dog lavt i historisk perspektiv og der er risiko for stigende renter, og dermed negativt afkast for obligationerne.

MIX OFFENSIV PLUS – AKKUMULERENDE

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	737	473
2 Udbytter	2.130	1.572
I alt renter og udbytter	2.868	2.045
3 Kursgevinster og -tab:		
Obligationer	511	÷329
Kapitalandele	12.760	7.530
Valutakonti	63	÷2
4 Handelsomkostninger	÷32	÷90
I alt kursgevinster og -tab	13.301	7.109
I alt indtægter	16.169	9.154
5 Administrationsomkostninger	2.108	1.251
Resultat før skat	14.061	7.903
6 Skat	247	46
Årets nettoresultat	13.814	7.857
Overført til formuen	13.814	7.857

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	2.541	3.907
I alt likvide midler	2.541	3.907
Obligationer:		
Not. obl. fra danske udstedere	34.930	23.218
Not. obl. fra udl. udstedere	0	525
I alt obligationer	34.930	23.743
Kapitalandele:		
Inv-beviser i andre danske inv- og specialforeninger	181.085	84.718
I alt kapitalandele	181.085	84.718
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	279	256
I alt andre aktiver	279	256
Aktiver i alt	218.835	112.624
PASSIVER		
7 Medlemmernes formue	216.333	112.557
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	6	67
Mellemvær: vedr. handelsaf v.	2.495	0
I alt anden gæld	2.502	67
Passiver i alt	218.835	112.624

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)*	9,94	÷6,96	15,87	9,46	8,67
Indre værdi (DKK pr. andel)	109,94	102,28	118,51	129,71	140,96
Nettoresultat (t.DKK)*	2.170	÷4.092	8.212	7.857	13.814
Administrationsomkostninger (pct.)	1,42	1,35	1,34	1,37	1,26
ÅOP	1,72	1,61	1,62	1,71	1,52
Omsætningshastighed (antal gange)*	0,14	0,41	0,23	0,48	0,31
Medlemmernes formue (t.DKK)	30.122	48.224	66.906	112.557	216.333
Antal andele	274.000	471.500	564.575	867.730	1.534.730
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

* 2010 dækker en periode på mindre end 12 måneder

MIX OFFENSIV PLUS – AKKUMULERENDE

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE
(FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede obligationer fra danske udstedere	730	424
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	7	49
I alt renteindtægter	737	473

NOTE 2: UDBYTTER I 1.000 DKK	2014	2013
Inv-beviser i andre danske inv- og specialforeninger	2.130	1.572
I alt udbytter	2.130	1.572

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede obligationer fra danske udstedere	496	÷385
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	15	56
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	12.760	7.391
Inv-beviser i udenlandske inv- og specialforeninger	0	139
Vælutakonti	63	÷2
Handelsomkostninger	÷32	÷90
I alt kursgevinster og -tab	13.301	7.109

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷60	÷134
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	27	44
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷32	÷90

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Markedsføringsomkostninger	0	0	265	6
Gebyrer til depotselskab	0	0	67	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	231	0
Øvrige omkostninger	5	1	10	46
Managementhonorar	1.913	0	618	0
Fast administrationshonorar	189	0	9	0
I alt opdelte adm.omk.	2.107	1	1.199	52
I alt adm.omkostninger		2.108		1.251

I administrationsomkostningerne indgår t.DKK 1.772 fra »Kursregulering af investeringsbeviser«. Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne mv., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden afslutningen er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 6: SKAT I 1.000 DKK	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	247	46
I alt skat	247	46

NOTE 7: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	867.730	112.557	564.575	66.906
Emissioner i året	667.000	89.756	323.000	40.143
Indløsninger i året	0	0	÷19.845	÷2.436
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		206		86
Overførsel af periodens resultat		13.814		7.857
I alt medlemmernes formue	1.534.730	216.333	867.730	112.557

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	89,0	93,5
Øvrige finansielle instrumenter	10,9	2,8
I alt finansielle instrumenter	99,9	96,3
Øvrige aktiver og passiver	0,1	3,6
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

NORDEN

Investerer i danske, svenske, norske, finske og islandske aktier. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i danske, svenske, norske, finske og islandske aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til nordiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen leverede et afkast på 10,02 pct. for hele 2014, hvilket svarede til et merafkast i forhold til benchmark på 0,50 procentpoint. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark, og har indfriet vores forventninger om positivt afkast, men konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving.

Markedet

Det brede nordiske aktiemarked leverede et afkast på omkring 7,2 pct. i DKK for hele året, hvilket var omkring

0,5 procentpoint højere end det brede europæiske marked. Det danske marked leverede det bedste afkast efterfulgt af Sverige, Finland og Norge, målt i lokalvaluta. Dog spillede udsving på valutamarkederne betydeligt ind, idet den svenske krone faldt 6,5 pct. og den norske krone 7,6 pct. i forhold til den danske krone. Den gode markedsudvikling kan overvejende tilskrives det lave renteniveau og en tilfredsstillende udvikling i indtjeningen. Endvidere forventes svækkelsen af de nordiske valutaer og af euroen i forhold til dollaren at have en positiv indvirkning på indtjeningen i selskaberne fremadrettet. Det var specielt de store selskaber, der klarede sig godt, idet de mindre selskaber blev særligt ramt af tilbagegangen i energisektoren i kølvandet på de kraftige fald i olieprisen i løbet af andet halvår.

Vurdering af afdelingens resultat

I 2015 klarede afdelingen sig 0,50 procentpoint bedre end benchmark, hvilket er tilfredsstillende. Dette skyldes primært vores aktieudvælgelse. Blandt de største positive bidrag til afdelingens resultat var selskabet Auriga Industries, for hvilket der blev fremsat købstilbud i august samt Pandora, som rapporterede om en positiv udvikling og forbedret cashflow. Blandt selskaberne, der leverede de største negative bidrag til afdelingens resultat var OW Bunker, Eniro og Electrolux (vi havde ingen investeringer i disse selskaber i den periode, hvor de klarede sig rigtig godt).

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Blandt de største risici i 2015 er risikoen for et fortsat meget svagt opsving i den europæiske økonomi. Set i lyset af den europæiske centralbanks indsats, er der opnået meget lidt med hensyn til at forøge mindre virksomhedernes adgang til at opnå lån og i forhold til at forbedre forretningsbetingelserne i kontinental Europa. Hvis det økonomiske opsving lader vente på sig, vil det rejse tvivl om holdbarheden i de europæiske økonomiers gælds niveauer og således lægge et nedadgående pres på prisfastsættelsen af europæiske aktier. De faldende energipriser - omend disse indebærer visse fordele for økonomien - vil lægge pres på de olieproducerende landes handelsbalancer, hvilket kan forårsage uventede og voldsomme effekter i markedet.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Februar 1998
Risikoindikator [1-7]: 6
Benchmark: VINX Benchmark Cap målt i DKK
Fondskode: DK0060188829
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

BRANCHEFORDELING

Industri	28,7%
Finans	20,5%
Forbrugsgoder	11,1%
Sundhedspleje	9,7%
Materialer	8,5%
Øvrige inkl. likvide	21,5%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,63
Standardafvigelse	15,26
Tracking error	2,68
Information Ratio	-0,74
Sharpe Ratio (benchm.)	0,77
Standardafvigelse (benchm.)	14,96
Active share	47,30

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

NORDEN



Afdelingens overvægt af selskaber, som nyder godt af den faldende euro over for dollaren og eller som nyder godt af faldende råvarepriser i relation til prisen på deres egne produkter, kan bidrage positivt til afdelingens afkast for 2015.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive, men beherskede afkast på aktiemarkedene i 2015, understøttet af vækst i selskabernes indtjening. Dette er baseret på en forventning om, at den pæne økonomiske vækst i USA fortsætter i 2015, samtidig med at væksten i Europa forventes at stige. Der er dog risiko for tilbagefald i aktiekurserne, hvis væksten skuffer, eller der opstår fornyet usikkerhed om fremtiden. Blandt de mange forhold, der vil kunne udløse dette, er politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, frygt for en strammere pengepolitik i USA, en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten og skuffende vækst i Kina.

Vi er optimistiske med hensyn til, at de faldende energipriser vil give de europæiske netto-olieimporterende lande en økonomisk buffer. Dette vil sandsynligvis understøtte de nordiske forbruger-relaterede selskaber samt ingeniørvirksomheder, som vi har en overvægt af i porteføljen. Vi har ligeledes positioneret porteføljen mod selskaber, som nyder godt af den faldende euro over for dollaren, og eller som nyder godt af faldende råvarepriser i relation til prisen på deres egne produkter. Vi forventer, at 2015 vil blive et år med store udsving på aktiemarkedene. Eftersom markederne er steget en del i 2014, er det op til virksomhederne at levere kursstigninger på baggrund af indtjeningsvækst. Vi mener dog ikke, at forventningerne er urealistisk høje.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

NORDEN

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	18	25
2 Renteudgifter	0	1
3 Udbytter	6.515	5.679
I alt renter og udbytter	6.533	5.704
Kursgevinster og -tab:		
4 Kapitalandele	12.494	17.778
Valutakonti	541	607
5 Handelsomkostninger	÷216	÷508
I alt kursgevinster og -tab	12.820	17.877
I alt indtægter	19.353	23.581
6 Administrationsomkostninger	3.265	3.309
Resultat før skat	16.088	20.272
7 Skat	÷1.482	÷4.685
Årets nettoresultat	17.570	24.957
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	÷115	÷1.733
Overført fra sidste år	0	60
I alt formuebevægelser	÷115	÷1.673
Til disposition	17.455	23.284
8 Til rådighed for udlodning	17.150	26.710
Foreslået udlodning	17.097	26.710
Overført til udlodning næste år	54	0
Overført til formuen	304	÷3.426

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	4.391	4.066
I alt likvide midler	4.391	4.066
Kapitalandele:		
Not. aktier fra DK selskaber	47.313	40.314
Not. aktier fra udl. selskaber	135.362	131.498
I alt kapitalandele	182.675	171.812
Andre aktiver:		
Aktiver i alt	187.066	175.878
PASSIVER		
9 Medlemmernes formue	186.056	175.230
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	134	648
Mellemvær: vedr. handelsafv.	876	0
I alt anden gæld	1.010	648
Passiver i alt	187.066	175.878

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	34,20	÷17,57	18,19	15,35	10,02
Benchmarkafkast (pct.)	33,77	÷15,41	21,41	21,73	9,52
Indre værdi (DKK pr. andel)	174,89	142,88	165,66	186,32	175,21
Nettoresultat (t.DKK)	54.414	÷37.194	30.125	24.957	17.570
Udbytte (DKK pr. andel)	1,50	3,00	4,25	28,40	16,10
Administrationsomkostninger (pct.)	1,53	1,66	1,62	1,90	1,65
ÅOP	1,83	2,01	2,14	2,45	2,01
Omsætningshastighed (antal gange)	0,14	0,24	0,72	0,89	0,43
Medlemmernes formue (t.DKK)	206.052	170.818	176.985	175.230	186.056
Antal andele	1.178.206	1.195.498	1.068.344	940.480	1.061.915
Styktørrelse i DKK	100	100	100	100	100

NORDEN

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE
(FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	18	25
I alt renteindtægter	18	25

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2014	2013
Andre renteudgifter	0	1
I alt renteudgifter	0	1

NOTE 3: UDBYTTET I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	906	578
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	5.609	5.101
I alt udbytter	6.515	5.679

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	12.895	4.291
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	÷401	13.487
Valutakonti	541	607
Handelsomkostninger	÷216	÷508
I alt kursgevinster og -tab	12.820	17.877

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷326	÷548
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	110	40
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷216	÷508

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	1
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	1
Andre honorarer til revisorer	83	0	484	1
Markedsføringsomkostninger	0	0	705	41
Gebyrer til depotselskab	0	0	101	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	580	3
Øvrige omkostninger	40	6	37	16
Managementhonorar	2.880	0	1.291	0
Fast administrationshonorar	256	0	47	0
I alt opdelte adm.omk.	3.259	6	3.246	64
I alt adm.omkostninger	3.265	3.265	3.309	3.309

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den af tale og den sammensætning af honorarerne m.v., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	÷1.482	÷4.685
I alt skat	÷1.482	÷4.685

NOTE 8: TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	6.533	5.704
Ikke refunderbar udbytteskat	1.482	4.685
Kursgevinst til udlodning	12.515	21.016
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	3.265	3.309
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	÷115	÷1.733
Udlodning overført fra sidste år	0	60
I alt til rådighed for udlodning, brutto	17.150	26.422
Frivillig udlodning	0	287
I alt til rådighed for udlodning, netto	17.150	26.710

NOTE 9: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	940.480	175.230	1.068.344	176.985
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		÷26.710		÷4.540
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		÷3.749		247
Emissioner i året	347.358	63.678	7.686	1.370
Indløsninger i året	÷225.923	÷40.159	÷135.550	÷23.823
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		195		35
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		115		1.733
Overført til udlodning fra sidste år		0		÷60
Overført til udlodning næste år		54		0
Foreslået udlodning		17.097		26.710
Overførsel af periodens resultat		304		÷3.426
I alt medlemmernes formue	1.061.915	186.056	940.480	175.230

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle instrumenter i pct.	2014	2013
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,2	98,0
I alt finansielle instrumenter	98,2	98,0
Øvrige aktiver og passiver	1,8	2,0
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
Danske Bank	6.097	4.553

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

NORDEN INDEKS

Investerer indeksbaseret i nordiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i danske, svenske, norske og finske aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til nordiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 9,99 pct., mens benchmark steg 9,52 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og har indfriet vores forventninger om positivt afkast, men konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving.

Markedet

Det brede nordiske aktiemarked leverede et afkast på omkring 7,2 pct. i DKK for hele året, hvilket var omkring 0,5 procentpoint højere end det brede europæiske marked. Det danske marked leverede det bedste afkast efterfulgt af

Sverige, Finland og Norge, målt i lokalvaluta. Dog spillede udsving på valutamarkederne betydeligt ind, idet den svenske krone faldt 6,5 pct. og den norske krone 7,6 pct. i forhold til den danske krone. Den gode markedsudvikling kan overvejende tilskrives det lave renteniveau og en tilfredsstillende udvikling i indtjeningen. Endvidere forventes svækkelsen af de nordiske valutaer og af euroen i forhold til dollaren at have en positiv indvirkning på indtjeningen i selskaberne fremadrettet. Det var specielt de store selskaber, der klarede sig godt, idet de mindre selskaber blev særligt ramt af tilbagegangen i energisektoren i kølvandet på de kraftige fald i olieprisen i løbet af andet halvår.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,47 procentpoint højere end ændringen i benchmark, og der var således en tilfredsstillende overensstemmelse mellem afdelingens afkast og udviklingen i benchmark. Afkastet blev positivt påvirket af, at afdelingen fik tilbageført udbytteskat, som visse lande har tilbageholdt. Korrigeret for det var der en tilfredsstillende overensstemmelse mellem afdelingens afkast og udviklingen i benchmark.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Hvis den økonomiske vækst i USA, Europa og Japan bliver svagere end forventet, vil det kunne medføre, at den forventede vækst i selskabernes indtjening udebliver, og dette er en væsentlig risikofaktor for aktiemarkederne i 2015. En anden væsentlig risikofaktor for aktiemarkederne er en forøget usikkerhed om fremtiden. Der er mange forhold, som vil kunne medføre såvel svagere vækst som forøget usikkerhed. Blandt disse kan nævnes politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, gældsloftsproblemer eller frygt for en strammere pengepolitik i USA, stigende obligationsrenter, skuffende vækst i Kina og en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten eller anden geopolitisk uro.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive, men beherskede afkast på aktiemarkederne i 2015, understøttet af vækst i selskabernes indtjening. Dette er baseret på en forventning om, at den pæne økonomiske vækst i USA fortsætter i 2015, samtidig med

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: December 1999
Risikoindeks (1-7): 6
Benchmark: VINX Benchmark Cap målt i DKK
Fondskode: DK0016037526
Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

BRANCHEFORDELING

Finans	24,7%
Industri	22,6%
Sundhedspleje	12,5%
Forbrugsgoder	10,3%
Informationsteknologi	8,3%
Øvrige inkl. likvide	21,6%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,80
Standardafvigelse	14,88
Tracking error	1,27
Information Ratio	0,35
Sharpe Ratio (benchm.)	0,77
Standardafvigelse (benchm.)	14,96
Active share	1,27

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

NORDEN INDEKS



at væksten i Europa forventes at stige. Der er dog risiko for tilbagefald i aktiekurserne, hvis væksten skuffer, eller der opstår fornyet usikkerhed om fremtiden. Blandt de mange forhold, der vil kunne udløse dette, er politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, frygt for en strammere pengepolitik i USA, en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten og skuffende vækst i Kina.

Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger det valgte benchmark. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast, der er lidt lavere end udviklingen i det valgte benchmark, idet omkostningerne trækkes fra i afkastet.

NORDEN INDEKS

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	7	68
2 Udbytter	20.976	19.120
I alt renter og udbytter	20.983	19.188
3 Andre indtægter og omkostninger:		
Andre indtægter	184	0
I alt andre indtægter og omkostninger:	184	0
4 Kursgevinster og -tab:		
Kapitalandele	28.707	86.903
Valutakonti	263	169
Øvrige aktiver/passiver	+54	52
5 Handelsomkostninger	+31	+89
I alt kursgevinster og -tab	28.885	87.034
I alt indtægter	50.052	106.222
6 Administrationsomkostninger	3.643	5.279
Resultat før skat	46.409	100.943
7 Skat	+4.908	+19.663
Årets nettoresultat	51.317	120.605
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	+2.607	2.980
Overført fra sidste år	0	50
I alt formuebevægelser	+2.607	3.030
Til disposition	48.710	123.635
8 Til rådighed for udlodning	35.252	1.381
Foreslået udlodning	34.893	1.381
Overført til udlodning næste år	359	0
Overført til formuen	13.458	122.254

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	2.981	619
I alt likvide midler	2.981	619
Kapitalandele:		
Not. aktier fra DK selskaber	115.155	101.468
Not. aktier fra udl. selskaber	409.198	441.612
I alt kapitalandele	524.353	543.079
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	11	11
Andre tilgodehavender	18	0
Mellemvær: vedr. handelsafv.	0	2.518
Aktuelle skatteaktiver	18	20
I alt andre aktiver	47	2.549
Aktiver i alt	527.381	546.248
PASSIVER		
9 Medlemmernes formue	527.210	544.995
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	170	682
Mellemvær: vedr. handelsafv.	0	570
I alt anden gæld	170	1.253
Passiver i alt	527.381	546.248

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	31,86	+15,13	21,23	25,50	9,99
Benchmarkafkast (pct.)	33,77	+15,41	21,41	21,73	9,52
Indre værdi (DKK pr. andel)	98,67	82,66	96,96	118,42	129,94
Nettoresultat (t.DKK)	175.263	+94.687	100.613	120.605	51.317
Udbytte (DKK pr. andel)	1,25	3,00	2,75	0,30	8,60
Administrationsomkostninger (pct.)	1,04	0,66	0,60	0,98	0,67
ÅOP	1,31	0,99	0,87	1,26	0,92
Omsætningshastighed (antal gange)	0,01	0,44	0,01	0,03	0,02
Medlemmernes formue (t.DKK)	673.896	502.572	516.698	544.995	527.210
Antal andele	6.829.817	6.079.717	5.329.104	4.602.042	4.057.338
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

NORDEN INDEKS

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE (FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	7	68
I alt renteindtægter	7	68

NOTE 2: UDBYTTET I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	2.015	1.546
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	17.685	17.574
Øvrige udbytter	1.276	0
I alt udbytter	20.976	19.120

NOTE 3: ANDRE INDTÆGTER OG OMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Gebyrindtægt ved aktieudlån	184	0
I alt andre indtægter og omkostninger	184	0

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	20.571	21.999
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	8.055	64.904
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	81	0
Valutakonti	263	169
Øvrige aktiver/passiver	÷54	52
Handelsomkostninger	÷31	÷89
I alt kursgevinster og -tab	28.885	87.034

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷78	÷185
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	47	96
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷31	÷89

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	4
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	3
Andre honorarer til revisorer	272	0	2.013	2
Markedsføringsomkostninger	0	0	798	127
Gebyrer til depotselskab	0	0	282	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	406	10
Øvrige omkostninger	125	19	131	44
Managementhonorar	2.478	0	1.357	0
Fast administrationshonorar	749	0	103	0
I alt opdelte adm.omk.	3.625	19	5.090	189
I alt adm.omkostninger		3.643		5.279

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger; fra 1. februar 2014 elene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne m.v., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar; som er udsklit af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	÷4.908	÷19.663
I alt skat	÷4.908	÷19.663

NOTE 8: TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	20.983	19.188
Ikke refunderbar udbytteskat	4.908	19.663
Regulering vedr. udbytteskat m.v.	184	÷3
Kursgevinst til udlodning	15.428	19.083
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	3.643	5.279
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	÷2.607	2.980
Fremførbare tab fra sidste år	0	÷54.976
Udlodning overført fra sidste år	0	50
I alt til rådighed for udlodning, brutto	35.252	704
Frivillig udlodning	0	677
I alt til rådighed for udlodning, netto	35.252	1.381

	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	4.602.042	544.995	5.329.104	516.698
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷1.381		÷14.655
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		77		597
Emissioner i året	15.025	1.920	34.871	3.793
Indløsninger i året	÷559.729	÷69.886	÷761.933	÷82.209
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		169		166
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		2.607		÷2.980
Overført til udlodning fra sidste år		0		÷50
Overført til udlodning næste år		359		0
Foreslået udlodning		34.893		1.381
Overførsel af periodens resultat		13.458		122.254
I alt medlemmernes formue	4.057.338	527.210	4.602.042	544.995

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,5	99,6
I alt finansielle instrumenter	99,5	99,6
Øvrige aktiver og passiver	0,5	0,4
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
Danske Bank	12.296	9.544

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallevej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

AKTIEUDLÅN I 1.000 DKK	2014	2013
Kursværdi af udlånte aktier	112.261	0

Sikkerhed for udlånte aktier i form af:

Noterede obligationer fra danske udstedere	128.825	0
I alt sikkerhed	128.825	0

NORDISKE VIRKSOMHEDSOBLIGATIONER – AKK. KL

Investerer primært i virksomhedsobligationer hjemmehørende i eller som har hovedaktivitet i de nordiske lande. Hovedparten af afdelingens investeringer vil normalt være i EUR, NOK, SEK eller DKK. Valutarisikoen er begrænset, da andelsklasserne valutaafdækkes mod deres udstedelsessvaluta. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingen udbydes i fire andelsklasser:

- NFO, klass SEK Y h, er ophørt i 2014
- Nordisk Kredittobligasjon, klasse NOK h
- Nordiska Företagsobligationer, klass SEK h
- Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende, klasse DKK h
- Pohjoisen Yrityslainat, ossuslaji EUR h

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på de følgende sider.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes også på de følgende sider.

Nøgletal for indre værdier, afkast og omkostninger m.m. beregnes for hver klasse.

NORDISKE VIRKSOMHEDSOBLIGATIONER – AKK. KL

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	24.9.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	126.124	11.696
2 Renteudgifter	0	1
I alt renter og udbytter	126.124	11.695
3 Kursgevinster og -tab:		
Obligationer	÷83.827	÷2.554
Afledte finansielle instr.	÷83.314	314
Valutakonti	6.263	2.329
Øvrige aktiver/passiver	1	0
4 Handelsomkostninger	÷137	÷4
I alt kursgevinster og -tab	÷161.014	85
I alt indtægter	÷34.890	11.780
5 Administrationsomkostninger	28.971	2.855
Resultat før skat	÷63.861	8.925
Skat	0	0
Årets nettoresultat	÷63.861	8.925
Overført til formuen	÷63.861	8.925

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	253.720	83.931
I alt likvide midler	253.720	83.931
Obligationer:		
Not. obl. fra danske udstedere	937.113	224.772
Not. obl. fra udl. udstedere	4.465.878	1.016.917
Unoterede obligationer	153.973	14.836
I alt obligationer	5.556.964	1.256.525
Afl. finansielle instr.:		
Unot. afl. finansielle instr.	56.236	8.528
I alt afledte finansielle instr.	56.236	8.528
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	84.241	20.990
Mellemvær. vedr. handelsaf.v.	1.896	5.587
I alt andre aktiver	86.137	26.577
Aktiver i alt	5.953.057	1.375.561
PASSIVER		
6 Medlemmernes formue	5.860.926	1.368.724
Afledte finansielle instrumenter:		
Unot. afl. finansielle instr.	89.568	4.306
I alt afledte finansielle instr.	89.568	4.306
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	2.562	2.531
I alt anden gæld	2.562	2.531
Passiver i alt	5.953.057	1.375.561

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	-	-	-	2013	2014
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	8.925	÷63.861
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	0,01	0,28
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	1.368.724	5.860.926

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

NORDISKE VIRKSOMHEDSOBLIGATIONER – AKK. KL

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE (FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	98	7
Noterede obligationer fra danske udstedere	19.721	2.465
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	104.722	9.079
Unoterede obligationer	1.360	145
Andre renteindtægter	223	0
I alt renteindtægter	126.124	11.696

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2014	2013
Andre renteudgifter	0	1
I alt renteudgifter	0	1

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede obligationer fra danske udstedere	603	738
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	÷77.309	÷3.413
Unoterede obligationer	÷7.121	121
Terminforretninger/futures m.m.	÷43.950	÷984
Renteforretninger	÷39.364	1.299
Valutakonti	6.263	2.329
Øvrige aktiver/passiver	1	0
Handelsomkostninger	÷137	÷4
I alt kursgevinster og -tab	÷161.014	85

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷346	÷85
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	210	81
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷137	÷4

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	2
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	2
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	1
Markedsføringsomkostninger	0	0	0	74
Gebyrer til depotselskab	0	0	32	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	0	7
Øvrige omkostninger	39	47	47	27
Managementhonorar	25.546	0	2.662	0
Fast administrationshonorar	3.339	0	0	0
I alt opdelte adm.omk.	28.924	47	2.742	114
I alt adm.omkostninger		28.971		2.855

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne m.v., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 6: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo		1.368.724		0
Emissioner i året		5.694.649		1.393.800
Indløsninger i året		÷1.155.372		÷40.681
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		16.786		6.681
Overførsel af periodens resultat		÷63.861		8.925
I alt medlemmernes formue		5.860.926		1.368.724

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	92,2	90,7
Øvrige finansielle instrumenter	2,1	1,4
I alt finansielle instrumenter	94,2	92,1
Øvrige aktiver og passiver	5,8	7,9
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
4,10 DANSKE BANK 16/3-2005/2018	30.705	8.401
3,875 DANSKE BANK EMTN 28/2-2012/2017	14.832	0
2,75 DANSKE BANK FRN 19/5-2014/2026	7.688	0
I alt	53.225	8.401

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

NFO, KLASS SEK Y H

Andelsklasse under Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSEN

NØGLETAL	-	-	-	2013	2014
Afkast i SEK (pct.)*	-	-	-	÷0,11	-
Indre værdi (SEK pr. andel)	-	-	-	99,89	-
Nettoresultat (t. DKK)*	-	-	-	130	÷4.889
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	0,42	0,42
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	9.987	0
Antal andele	-	-	-	118.607	0
Stykstørrelse i SEK	-	-	-	100	100

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014	3.12.-31.12.2013
Andel af resultat af fællesporteføjen	3.802	÷14
Klassenspecifikke transaktioner:		
Terminsforsretninger	÷7.704	146
Administrationsomkostninger	986	2
Klassens resultat	÷4.889	130
Finansielle instrumenter i pct	2014	2013
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2014	2013
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	9.987	0
Emissioner i året	564.213	9.821
Indløsninger i året	÷570.811	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	1.500	36
Overførsel af periodens resultat	÷4.889	130
Medlemmernes formue ultimo	0	9.987
Antal andele		
Andele primo året	118.607	0
Emissioner i året	6.707.081	118.607
Indløsninger i året	÷6.825.688	0
Andele ultimo året	0	118.607

NORDISK KREDITTOBLIGASJON, KLASSE NOK H

Andelsklasse under Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer fortrinsvis i obligationer, konvertible obligationer og contingency bonds, der er udstedt af virksomheder hjemmehørende i eller som har hovedaktivitet i de nordiske lande. Der investeres primært i virksomhedsobligationer, dog kan der investeres op til 25 pct. af formuen i realkreditobligationer eller særligt dækkede obligationer udstedt af kreditinstitutter fra nordiske udstedere. Andelsklassen kan investere op til 50 pct. af formuen i virksomhedsobligationer med lav kreditkvalitet. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for nordiske obligationer. Andelsklassen afdækker valutarisiko og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 3 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2014 et afkast på 4,92 pct. målt i NOK, men benchmark steg 8,09 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var ikke tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter. Andelsklassen har indfriet vores forventninger om et positivt afkast i 2014, grundet fald i de underliggende renter. Det positive afkast blev primært genereret i de første tre kvartaler af 2014, idet kreditspæn-

dene bidrog positivt og især som følge af de underliggende renter, som faldt mere end ventet igennem hele det for-gangne år.

Markedet

De brede nordiske kreditspænd faldt 0,09 procentpoint i 2014 fra 1,60 procentpoint til 1,51 procentpoint. En generel og voksende appetit på virksomhedsobligationer modsvarede eller oversteg det nye udbud af disse obligationer - og det på trods af, at nyudstedelser var på et rekordhøjt niveau. Den eneste synlige afvigelse fra denne tendens oplevede vi i årets sidste måneder, hvor nordiske high yield obligationsfonde oplevede en skarp vending som følge af en meget svag (oliepris-relateret) udvikling i spændene relateret til energiselskaberne. Det »lokale storudsalg« reducerede i nogen grad appetitten på nordiske virksomhedsobligationer, men obligationer fra udstedere med den højeste kvalitet nød godt af en solid efterspørgsel igennem hele året.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 3,17 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Hovedårsagen til dette var, at andelsklassen havde en meget begrænset renterisiko. Igen-nem det meste af 2014 var andelsklassens varighed ca. 1,7 år, hvilket var 2,5 år lavere end varigheden for benchmarket. På den anden side var der positive bidrag fra de virksomhedsobligationer, som klarede sig godt som følge af en stærk udvikling på virksomhedsniveau. De obligationer, som klarede sig bedst, var typisk de lange obligationer. Andelsklassen har alene en begrænset eksponering (svarende til 4 pct. ved årsafslutningen) mod selskaber inden for den udfordrede del af energisektoren.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

En markant ændring i det fremtidige renteniveau fra lave til højere renter vil få en negativ indvirkning på markedet for nordiske kreditobligationer. Eftersom andelsklassen er positioneret med en moderat varighed, vil en sådan påvirkning være begrænset. Højere renter vil sandsynligvis ændre den overskydende efterspørgsel efter obligationer fra positiv til negativ, og dette kan potentielt føre til spændudvidelse. Dette scenarie anses dog scenarie for temmelig usandsynligt.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: September 2013
Risikoindeksator [1-7]: 3
Benchmark: Barclays Corporate Scandi All Grades Index, 5 pct. issuer capped hedged til NOK
Fondskode: DK0060500692
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	21,9%
1-3 år	21,6%
3-5 år	35,9%
5-10 år	22,7%
Øvrige inkl. likvide	-2,1%

NORDISK KREDITTOBLIGASJON, KLASSE NOK H

Andelsklasse under Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL

Andelsklassen har en meget begrænset eksponering mod virksomhedsobligationer fra udstedere med lav kvalitet. Disse obligationer vil blive ekstra hårdt ramt som følge af svagere nøgletal for den økonomiske vækst i Norden. Den seneste udvikling for de olieafhængige selskaber illustrerer dette og understreger vigtigheden af, at der fokuseres nøje på risikostyringen.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive afkast i 2015. Mens vi ikke forventer, at de underliggende renter vil udvise yderligere betydelige fald, vil en fortsat attraktiv »carry« (nettofinansieringsomkostninger) og god efterspørgsel efter nordiske virksomhedsobligationer understøtte performance. Vi vurderer også, at der fortsat vil være en solid efterspørgsel efter de stærkeste nordiske virksomhedsobligationer som et alternativ til de lavere forrentede stats- og realkreditobligationer.

Renterisikoen er fortsat lav som følge af den asymmetriske risiko-afkast profil. Vi fokuserer på risikostyring og fastholder en diversificeret portefølje. Vi vurderer stadigvæk, at der er værdi i udvalgte selskaber uden kreditvurdering samt i individuelle højrenteobligationer. Vi vil formodentlig ikke ændre på vores meget selektive og begrænsede eksponering mod energisektoren, eftersom vi forventer, at denne sektor fortsat vil være udfordret på kort sigt.

En begrænset indsnævring af kreditspænd og begrænsede bidrag fra en højere risikofri rente vil formodentlig resultere i et positivt afkast på nogle få procent.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

NORDISK KREDITTOBLIGASJON, KLASSE NOK H

Andelsklasse under Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSEN

Denne note viser noteoplysninger, som er specifikke for den enkelte andelsklasse.

NØGLETAL	-	-	-	2013	2014
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	2,83	4,92
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	2,22	8,09
Indre værdi (NOK pr. andel)	-	-	-	102,83	107,88
Nettoresultat (t. DKK)*	-	-	-	÷2.800	÷26.960
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	0,88	0,89
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	130.283	352.604
Antal andele	-	-	-	1.419.806	3.982.156
Stykstørrelse i NOK	-	-	-	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014	9.9.-31.12.2013
Andel af resultat af fællesporteføljen	2.343	1.462
Klassenspecifikke transaktioner:		
Terminforretninger	÷27.236	÷4.014
Administrationsomkostninger	2.066	248
Klassens resultat	÷26.960	÷2.800
Finansielle instrumenter i pct	2014	2013
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2014	2013
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	130.283	0
Emissioner i året	291.534	132.622
Indløsninger i året	÷43.268	÷8
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	1.013	469
Overførsel af periodens resultat	÷26.960	÷2.800
Medlemmernes formue ultimo	352.604	130.283
Antal andele		
Andele primo året	1.419.806	0
Emissioner i året	3.023.046	1.419.894
Indløsninger i året	÷460.695	÷88
Andele ultimo året	3.982.156	1.419.806

NORDISKA FÖRETAGSOBLIGATIONER, KLASS SEK H

Andelsklasse under Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer fortrinsvis i obligationer, konvertible obligationer og contingency bonds, der er udstedt af virksomheder hjemmehørende i eller som har hovedaktivitet i de nordiske lande. Der investeres primært i virksomhedsobligationer, dog kan der investeres op til 25 pct. af formuen i realkreditobligationer eller særligt dækkede obligationer udstedt af kreditinstitutter fra nordiske udstedere. Andelsklassen kan investere op til 50 pct. af formuen i virksomhedsobligationer med lav kreditkvalitet. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for nordiske obligationer. Andelsklassen afdækker valutarisiko og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 3 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2014 et afkast på 3,98 pct. målt i SEK, men benchmark steg 7,05 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var ikke tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter. Andelsklassen har indfriet vores forventninger om et positivt afkast i 2014, grundet fald i de underliggende renter. Det positive afkast blev primært genereret i de første tre kvartaler af 2014, idet kreditspæn-

dene bidrog positivt og især som følge af de underliggende renter, som faldt mere end ventet igennem hele det for-gangne år.

Markedet

De brede nordiske kreditspænd faldt 0,09 procentpoint i 2014 fra 1,60 procentpoint til 1,51 procentpoint. En generel og voksende appetit på virksomhedsobligationer modsvarede eller oversteg det nye udbud af disse obligationer – og det på trods af, at nyudstedelser var på et rekordhøjt niveau. Den eneste synlige afvigelse fra denne tendens oplevede vi i årets sidste måneder, hvor nordiske high yield obligationsfonde oplevede en skarp vending som følge af en meget svag (oliepris-relateret) udvikling i spændene relateret til energiselskaberne. Det »lokale storudsalg« reducerede i nogen grad appetitten på nordiske virksomhedsobligationer, men obligationer fra udstedere med den højeste kvalitet nød godt af en solid efterspørgsel igennem hele året.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 3,07 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Hovedårsagen til dette var, at andelsklassen havde en meget begrænset renterisiko. Igen-nem det meste af 2014 var andelsklassens varighed ca. 1,7 år, hvilket var 2,5 år lavere end varigheden for benchmarket. På den anden side var der positive bidrag fra de virksomhedsobligationer, som klarede sig godt som følge af en stærk udvikling på virksomhedsniveau. De obligationer, som klarede sig bedst, var typisk de lange obligationer. Andelsklassen har alene en begrænset eksponering (svarende til 4 pct. ved årsafslutningen) mod selskaber inden for den udfordrede del af energisektoren.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

En markant ændring i det fremtidige renteniveau fra lave til højere renter vil få en negativ indvirkning på markedet for nordiske kreditobligationer. Eftersom andelsklassen er positioneret med en moderat varighed, vil en sådan påvirkning være begrænset. Højere renter vil sandsynligvis ændre den overskydende efterspørgsel efter obligationer fra positiv til negativ, og dette kan potentielt føre til spændudvidelse. Dette scenarie anses dog scenarie for temmelig usandsynligt.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: September 2013
Risikoindikator [1-7]: 3
Benchmark: Barclays Corporate Scandi All Grades Index, 5 pct. issuer capped hedged til SEK
Fondskode: DK0060500262
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	21,0%
1-3 år	20,6%
3-5 år	34,3%
5-10 år	21,7%
Øvrige inkl. likvide	2,4%

NORDISKA FÖRETAGSOBLIGATIONER, KLASS SEK H

Andelsklasse under Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL

Andelsklassen har en meget begrænset eksponering mod virksomhedsobligationer fra udstedere med lav kvalitet. Disse obligationer vil blive ekstra hårdt ramt som følge af svagere nøgletal for den økonomiske vækst i Norden.

Den seneste udvikling for de olieafhængige selskaber illustrerer dette og understreger vigtigheden af, at der fokuseres nøje på risikostyringen.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive afkast i 2015. Mens vi ikke forventer, at de underliggende renter vil udvise yderligere betydelige fald, vil en fortsat attraktiv »carry« (nettofinansieringsomkostninger) og god efterspørgsel efter nordiske virksomhedsobligationer understøtte performance. Vi vurderer også, at der fortsat vil være en solid efterspørgsel efter de stærkeste nordiske virksomhedsobligationer som et alternativ til de lavere forrentede stats- og realkreditobligationer.

Renterisikoen er fortsat lav som følge af den asymmetriske risiko-afkast profil. Vi fokuserer på risikostyring og fastholder en diversificeret portefølje. Vi vurderer stadigvæk, at der er værdi i udvalgte selskaber uden kreditvurdering samt i individuelle højrenteobligationer. Vi vil formodentlig ikke ændre på vores meget selektive og begrænsede eksponering mod energisektoren, eftersom vi forventer, at denne sektor fortsat vil være udfordret på kort sigt.

En begrænset indsnævring af kreditspænd og begrænsede bidrag fra en højere risikofri rente vil formodentlig resultere i et positivt afkast på nogle få procent.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

NORDISKA FÖRETAGSOBLIGATIONER, KLASS SEK H

Andelsklasse under Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSEN

Denne note viser noteoplysninger, som er specifikke for den enkelte andelsklasse.

NØGLETAL	-	-	-	2013	2014
Afkast i SEK (pct.)*	-	-	-	2,39	3,98
Benchmarkafkast i SEK (pct.)*	-	-	-	2,06	7,05
Indre værdi (SEK pr. andel)	-	-	-	102,39	106,46
Nettoresultat (t. DKK)*	-	-	-	1.594	÷45.032
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	0,88	0,89
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	227.139	1.106.465
Antal andele	-	-	-	2.631.319	13.220.735
Stykstørrelse i SEK	-	-	-	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014	9.9.-31.12.2013
Andel af resultat af fællesporteføljen	7.334	1.678
Klassespecifikke transaktioner:		
Terminsforetninger	÷47.109	363
Administrationsomkostninger	5.257	447
Klassens resultat	÷45.032	1.594
Finansielle instrumenter i pct	2014	2013
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2014	2013
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	227.139	0
Emissioner i året	1.174.963	265.155
Indløsninger i året	÷254.578	÷40.668
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	3.972	1.059
Overførsel af periodens resultat	÷45.032	1.594
Medlemmernes formue ultimo	1.106.465	227.139
Antal andele		
Andele primo året	2.631.319	0
Emissioner i året	13.538.238	3.104.887
Indløsninger i året	÷2.948.822	÷473.569
Andele ultimo året	13.220.735	2.631.319

NORDISKE VIRKSOMHEDSOBL. – AKKUMULERENDE KL DKK H

Andelsklasse under Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer fortrinsvis i obligationer, konvertible obligationer og contingency bonds, der er udstedt af virksomheder hjemmehørende i eller som har hovedaktivitet i de nordiske lande. Der investeres primært i virksomhedsobligationer, dog kan der investeres op til 25 pct. af formuen i realkreditobligationer eller særligt dækkede obligationer udstedt af kreditinstitutter fra nordiske udstedere. Andelsklassen kan investere op til 50 pct. af formuen i virksomhedsobligationer med lav kreditkvalitet. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for nordiske obligationer. Andelsklassen afdækker valutarisiko og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 3 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2014 et afkast på 3,33 pct. men benchmark steg 6,38 pct. Andelsklassens afkast var ikke tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter. Andelsklassen har indfriet vores forventninger om et positivt afkast i 2014, grundet fald i de underliggende renter. Det positive afkast blev primært genereret i de første tre kvartaler af 2014, idet kreditspændene bidrog positivt og

især som følge af de underliggende renter, som faldt mere end ventet igennem hele det forgangne år.

Markedet

De brede nordiske kreditspænd faldt 0,09 procentpoint i 2014 fra 1,60 procentpoint til 1,51 procentpoint. En generel og voksende appetit på virksomhedsobligationer modsvarede eller oversteg det nye udbud af disse obligationer – og det på trods af, at nyudstedelser var på et rekordhøjt niveau. Den eneste synlige afvigelse fra denne tendens oplevede vi i årets sidste måneder, hvor nordiske high yield obligationsfonde oplevede en skarp vending som følge af en meget svag (oliepris-relateret) udvikling i spændene relateret til energiselskaberne. Det »lokale storudsalg« reducerede i nogen grad appetitten på nordiske virksomhedsobligationer, men obligationer fra udstedere med den højeste kvalitet nød godt af en solid efterspørgsel igennem hele året.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 3,05 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Hovedårsagen til dette var, at andelsklassen havde en meget begrænset renterisiko. Igenem det meste af 2014 var andelsklassens varighed ca. 1,7 år, hvilket var 2,5 år lavere end varigheden for benchmarket. På den anden side var der positive bidrag fra de virksomhedsobligationer, som klarede sig godt som følge af en stærk udvikling på virksomhedsniveau. De obligationer, som klarede sig bedst, var typisk de lange obligationer. Andelsklassen har alene en begrænset eksponering (svarende til 4 pct. ved årsafslutningen) mod selskaber inden for den udfordrede del af energisektoren.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

En markant ændring i det fremtidige renteniveau fra lave til højere renter vil få en negativ indvirkning på markedet for nordiske kreditobligationer. Eftersom andelsklassen er positioneret med en moderat varighed, vil en sådan påvirkning være begrænset. Højere renter vil sandsynligvis ændre den overskydende efterspørgsel efter obligationer fra positiv til negativ, og dette kan potentielt føre til spændudvidelse. Dette scenarie anses dog scenarie for temmelig usandsynligt.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: September 2013
Risikoindikator [1-7]: 3
Benchmark: Barclays Corporate Scandi All Grades Index, 5 pct. issuer capped hedged til DKK
Fondskode: DK0060500502
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	20,5%
1-3 år	20,2%
3-5 år	33,5%
5-10 år	21,2%
Øvrige inkl. likvide	4,6%

NORDISKE VIRKSOMHEDSOBL. – AKKUMULERENDE KL DKK H

Andelsklasse under Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL

Andelsklassen har en meget begrænset eksponering mod virksomhedsobligationer fra udstedere med lav kvalitet. Disse obligationer vil blive ekstra hårdt ramt som følge af svagere nøgletal for den økonomiske vækst i Norden. Den seneste udvikling for de olieafhængige selskaber illustrerer dette og understreger vigtigheden af, at der fokuseres nøje på risikostyringen.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive afkast i 2015. Mens vi ikke forventer, at de underliggende renter vil udvise yderligere betydelige fald, vil en fortsat attraktiv »carry« (nettofinansieringsomkostninger) og god efterspørgsel efter nordiske virksomhedsobligationer understøtte performance. Vi vurderer også, at der fortsat vil være en solid efterspørgsel efter de stærkeste nordiske virksomhedsobligationer som et alternativ til de lavere forrentede stats- og realkreditobligationer.

Renterisikoen er fortsat lav som følge af den asymmetriske risiko-afkast profil. Vi fokuserer på risikostyring og fastholder en diversificeret portefølje. Vi vurderer stadigvæk, at der er værdi i udvalgte selskaber uden kreditvurdering samt i individuelle højrenteobligationer. Vi vil formodentlig ikke ændre på vores meget selektive og begrænsede eksponering mod energisektoren, eftersom vi forventer, at denne sektor fortsat vil være udfordret på kort sigt.

En begrænset indsnævring af kreditspænd og begrænsede bidrag fra en højere risikofri rente vil formodentlig resultere i et positivt afkast på nogle få procent.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

NORDISKE VIRKSOMHEDSOBL. – AKKUMULERENDE KL DKK H

Andelsklasse under Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSEN

Denne note viser noteoplysninger, som er specifikke for den enkelte andelsklasse.

NØGLETAL	-	-	-	2013	2014
Afkast (pct.)*	-	-	-	1,74	3,33
Benchmarkafkast (pct.)*	-	-	-	0,84	6,38
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	101,74	105,13
Nettoresultat (t. DKK)*	-	-	-	9.135	7.163
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	0,88	0,88
ÅOP	-	-	-	1,14	1,13
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	952.151	3.706.591
Antal andele	-	-	-	9.358.688	35.258.687
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014	24.9.-31.12.2013
Andel af resultat af fællesporteføljen	23.130	11.130
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	15.967	1.995
Klassens resultat	7.163	9.135
Finansielle instrumenter i pct	2014	2013
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2014	2013
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	952.151	0
Emissioner i året	3.018.571	937.957
Indløsninger i året	+278.834	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	7.541	5.060
Overførsel af periodens resultat	7.163	9.135
Medlemmernes formue ultimo	3.706.591	952.151
Antal andele		
Andele primo året	9.358.688	0
Emissioner i året	28.551.790	9.358.688
Indløsninger i året	+2.651.791	0
Andele ultimo året	35.258.687	9.358.688

POHJOISEN YRITYSLAINAT, OSUUSLAJI EUR H

Andelsklasse under Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer fortrinsvis i obligationer, konvertible obligationer og contingency bonds, der er udstedt af virksomheder hjemmehørende i eller som har hovedaktivitet i de nordiske lande. Der investeres primært i virksomhedsobligationer, dog kan der investeres op til 25 pct. af formuen i realkreditobligationer eller særligt dækkede obligationer udstedt af kreditinstitutter fra nordiske udstedere. Andelsklassen kan investere op til 50 pct. af formuen i virksomhedsobligationer med lav kreditkvalitet. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for nordiske obligationer. Andelsklassen afdækker valutarisiko og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 3 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2014 et afkast på 3,44 pct. målt i EUR men benchmark steg 6,57 pct. målt i EUR. Andelsklassens afkast var ikke tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter. Andelsklassen har indfriet vores forventninger om et positivt afkast i 2014, grundet fald i de underliggende renter. Det positive afkast blev primært genereret i de første tre kvartaler af 2014, idet kreditspæn-

dene bidrog positivt og især som følge af de underliggende renter, som faldt mere end ventet igennem hele det for-gangne år.

Markedet

De brede nordiske kreditspænd faldt 0,09 procentpoint i 2014 fra 1,60 procentpoint til 1,51 procentpoint. En generel og voksende appetit på virksomhedsobligationer modsvarede eller oversteg det nye udbud af disse obligationer – og det på trods af, at nyudstedelser var på et rekordhøjt niveau. Den eneste synlige afvigelse fra denne tendens oplevede vi i årets sidste måneder, hvor nordiske high yield obligationsfonde oplevede en skarp vending som følge af en meget svag (oliepris-relateret) udvikling i spændene relateret til energiselskaberne. Det »lokale storudsalg« reducerede i nogen grad appetitten på nordiske virksomhedsobligationer, men obligationer fra udstedere med den højeste kvalitet nød godt af en solid efterspørgsel igennem hele året.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 3,13 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Hovedårsagen til dette var, at andelsklassen havde en meget begrænset renterisiko. Igennem det meste af 2014 var andelsklassens varighed ca. 1,7 år, hvilket var 2,5 år lavere end varigheden for benchmarket. På den anden side var der positive bidrag fra de virksomhedsobligationer, som klarede sig godt som følge af en stærk udvikling på virksomhedsniveau. De obligationer, som klarede sig bedst, var typisk de lange obligationer. Andelsklassen har alene en begrænset eksponering (svarende til 4 pct. ved årsafslutningen) mod selskaber inden for den udfordrede del af energisektoren.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

En markant ændring i det fremtidige renteniveau fra lave til højere renter vil få en negativ indvirkning på markedet for nordiske kreditobligationer. Eftersom andelsklassen er positioneret med en moderat varighed, vil en sådan påvirkning være begrænset. Højere renter vil sandsynligvis ændre den overskydende efterspørgsel efter obligationer fra positiv til negativ, og dette kan potentielt føre til spændudvidelse. Dette scenarie anses dog scenarie for temmelig usandsynligt.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: September 2013
Risikoindikator [1-7]: 3
Benchmark: Barclays Corporate Scandi All Grades Index, 5 pct. issuer capped hedged til EUR
Fondskode: DK0060500429
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	20,5%
1-3 år	20,1%
3-5 år	33,5%
5-10 år	21,2%
Øvrige inkl. likvide	4,7%

POHJOISEN YRITYSLAINAT, OSUUSLAJI EUR H

Andelsklasse under Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL

Andelsklassen har en meget begrænset eksponering mod virksomhedsobligationer fra udstedere med lav kvalitet. Disse obligationer vil blive ekstra hårdt ramt som følge af svagere nøgletal for den økonomiske vækst i Norden. Den seneste udvikling for de olieafhængige selskaber illustrerer dette og understreger vigtigheden af, at der fokuseres nøje på risikostyringen.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive afkast i 2015. Mens vi ikke forventer, at de underliggende renter vil udvise yderligere betydelige fald, vil en fortsat attraktiv »carry« (nettofinansieringsomkostninger) og god efterspørgsel efter nordiske virksomhedsobligationer understøtte performance. Vi vurderer også, at der fortsat vil være en solid efterspørgsel efter de stærkeste nordiske virksomhedsobligationer som et alternativ til de lavere forrentede stats- og realkreditobligationer.

Renterisikoen er fortsat lav som følge af den asymmetriske risiko-afkast profil. Vi fokuserer på risikostyring og fastholder en diversificeret portefølje. Vi vurderer stadigvæk, at der er værdi i udvalgte selskaber uden kreditvurdering samt i individuelle højrenteobligationer. Vi vil formodentlig ikke ændre på vores meget selektive og begrænsede eksponering mod energisektoren, eftersom vi forventer, at denne sektor fortsat vil være udfordret på kort sigt.

En begrænset indsnævring af kreditspænd og begrænsede bidrag fra en højere risikofri rente vil formodentlig resultere i et positivt afkast på nogle få procent.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

POHJOISEN YRITYSLAINAT, OSUUSLAJI EUR H

Andelsklasse under Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSEN

Denne note viser noteoplysninger, som er specifikke for den enkelte andelsklasse.

NØGLETAL	-	-	-	2013	2014
Afkast i EUR (pct.)*	-	-	-	2,03	3,44
Benchmarkafkast i EUR (pct.)*	-	-	-	1,77	6,57
Indre værdi (EUR pr. andel)	-	-	-	10,20	10,55
Nettoresultat (t. DKK)*	-	-	-	865	5.857
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	0,88	0,89
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	49.163	695.266
Antal andele	-	-	-	645.898	8.847.007
Stykstørrelse i EUR	-	-	-	10	10

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014	9.9.-31.12.2013
Andel af resultat af fællesporteføljen	11.178	950
Klassespecifikke transaktioner:		
Terminsforetninger	÷654	47
Administrationsomkostninger	4.667	132
Klassens resultat	5.857	865
Finansielle instrumenter i pct	2014	2013
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2014	2013
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	49.163	0
Emissioner i året	645.367	48.246
Indløsninger i året	÷7.881	÷5
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	2.759	58
Overførsel af periodens resultat	5.857	865
Medlemmernes formue ultimo	695.266	49.163
Antal andele		
Andele primo året	645.898	0
Emissioner i året	8.300.783	645.963
Indløsninger i året	÷99.674	÷66
Andele ultimo året	8.847.007	645.898

NORSKE KORTE OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL



Investerer i primært obligationer, pengemarkedsinstrumenter og indskud i kreditinstitutter denomineret i norske kroner.

Afdelingen udbydes i to andelsklasser:

- Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK
- Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK I

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på de følgende sider.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes også på de følgende sider.

Nøgletal for indre værdier, afkast og omkostninger m.m. beregnes for hver klasse.

NORSKE KORTE OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 NOK	2.9.-31.12.2013 1.000 NOK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	13.599	6.116
2 Renteudgifter	1	13
I alt renter og udbytter	13.598	6.103
3 Kursgevinster og -tab:		
Obligationer	5.421	352
Valutakonti	72	0
4 Handelsomkostninger	0	1
I alt kursgevinster og -tab	5.493	353
I alt indtægter	19.091	6.457
5 Administrationsomkostninger	745	431
Resultat før skat	18.345	6.026
Skat	0	0
Årets nettoresultat	18.345	6.026
Overført til formuen	18.345	6.026

BALANCE

	31.12.2014 1.000 NOK	31.12.2013 1.000 NOK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	4.299	26.230
I alt likvide midler	4.299	26.230
Obligationer:		
Not. obl. fra udl. udstedere	389.195	580.126
I alt obligationer	389.195	580.126
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter; udbytter m.m.	1.224	1.853
I alt andre aktiver	1.224	1.853
Aktiver i alt	394.718	608.209
PASSIVER		
6 Medlemmernes formue	394.687	588.026
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	32	267
Mellemvær: vedr. handelsaf v.	0	19.917
I alt anden gæld	32	20.183
Passiver i alt	394.718	608.209

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	-	-	-	2013	2014
Nettoresultat (t.NOK)*	-	-	-	6.026	18.345
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	0,00	0,00
Medlemmernes formue (t.NOK)	-	-	-	588.026	394.687

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

NORSKE KORTE OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE
(FORTSAT)

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 NOK	2014	2013
Indestående i depotselskab	83	238
Noterede obligationer fra danske udstedere	0	110
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	13.511	5.767
Andre renteindtægter	4	0
I alt renteindtægter	13.599	6.116

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 NOK	2014	2013
Andre renteudgifter	1	13
I alt renteudgifter	1	13

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 NOK	2014	2013
Noterede obligationer fra danske udstedere	0	÷ 1
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	5.421	353
Valutakonti	72	0
Handelsomkostninger	0	1
I alt kursgevinster og -tab	5.493	353

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 NOK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷ 34	÷ 47
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	34	47
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	0	1

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 NOK	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	2
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	1
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	1
Markedsføringsomkostninger	0	0	0	÷ 1
Gebyrer til depotselskab	0	0	15	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	0	8
Øvrige omkostninger	12	5	48	21
Managementhonorar	439	0	336	0
Fast administrationshonorar	289	0	0	0
I alt opdelte adm.omk.	740	5	399	32
I alt adm.omkostninger	745		431	

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne mv., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 6: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 NOK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 NOK
Medlemmernes formue primo		588.026		0
Emissioner i året		133.002		754.301
Indløsninger i året		÷ 344.951		÷ 172.766
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		264		465
Overførsel af periodens resultat		18.345		6.026
I alt medlemmernes formue		394.687		588.026

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,6	98,7
I alt finansielle instrumenter	98,6	98,7
Øvrige aktiver og passiver	1,4	1,3
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
Danske Bank A/S 13/18 FRN	0	10.045
Danske Bank A/S 13/23 FRN C SUB	15.417	15.008
I alt	15.417	25.053

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallellevej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

NORSK KORT OBLIGASJON, KLASSE NOK

Andelsklasse under Norske Korte Obligationer – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i obligationer, pengemarkedsinstrumenter og indskud i kreditinstitutter denomineret i norske kroner, har andelsklassen investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den norske rente. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, enkeltlandrisiko, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 2 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2014 et afkast på 3,85 pct. målt i NOK i forhold til 1,33 pct. i NOK for andelsklassens benchmark.

Andelsklassens afkast var meget tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter. Andelsklassen har indfriet vores forventninger om et positivt afkast i 2014, grundet fald i de underliggende renter.

Markedet

Den norske 3-årige swap-rente viste en flad til svagt stigende udvikling i første halvår. Derefter faldt renten kraftigt ved flere lejligheder i årets løb. Rentefaldet skyldes hovedsageligt to forhold: en svagere økonomisk udvikling og en lavere rente i Europa end forventet samt efterårets kraftige fald i olieprisen. Fremtidsudsigterne for norsk økonomi blev

kraftigt nedjusteret i fjerde kvartal på grund af den lave oliepris og de konsekvenser, den vil få for olieinvesteringerne, samt de følgevirkninger dette vil få for norsk økonomi generelt. Den norske krone er svækket betydeligt, hvilket bremser faldet i den norske økonomi. Derudover bidrager faldet i kronkursen til en højere inflation, som gør det sværere for Norges Bank at skære kraftigt i renten. Den kreditpræmie, bankerne betaler for at låne penge i markedet, faldt noget i løbet af første halvår og har siden stort set bevæget sig sidelæns.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 2,52 procentpoint højere end benchmark. Merafkastet skyldes hovedsageligt andelsklassens eksponering til virksomhedsobligationer frem for statsobligationer.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Andelsklassens største eksponering er til banker. Vi anser konkurssandsynligheden for norske banker for at være meget lav i 2015, men kreditpræmierne kan stige og medføre kurstab. En genoplussen af eurokrisen efterfulgt af en europæisk bankkrise kan udløse et sådant scenarie. Et kraftigt fald i norsk økonomi ledsaget af stigende arbejdsløshed og faldende boligpriser vil højst sandsynligt også resultere i en stor stigning i kreditpræmierne.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at 2015 fortsat vil være præget af udviklingen i EU. Valget i Grækenland kan være afgørende for landets håndtering af dets statsgældsforpligtelser og dermed også for EU-medlemskabet. Der er fare for en genoplussen af statsgældskrisen, hvis Grækenland nægter at betale sin gæld, men den afsmittende effekt på andre problemramte lande vil denne gang være væsentlig mindre. Vi forventer også yderligere pengepolitiske tiltag fra ECB. Vi mener, at europæisk økonomi har nået bunden i denne omgang, og at USA vil fortsætte sin stærke vækst. I Norge vil udviklingen i olieprisen blive afgørende. Vi mener ikke, at den nuværende oliepris afspejler en langsigtet ligevægtspris, men det kan fortsat tage nogen tid, inden oliepriserne begynder at stige til et mere naturligt leje.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Oktober 2013

Risikoindikator [1-7]: 2

Benchmark: STX1 - Oslo Børs Statsobligationsindeks, fixed duration 0,25 year

Fondskode: DK0060517746

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år 98,9%

Øvrige inkl. likvide 1,1%

NORSK KORT OBLIGASJON, KLASSE NOK

Andelsklasse under Norske Korte Obligationer – Akkumulerende KL

Vi forventer fortsat mest på virksomhedsobligationer af høj kvalitet frem for statsobligationer. Vi mener, at det løbende merafkast er en god betaling for den øgede risiko, vi løber. Et mindre fald i kreditpræmierne er efter vores opfattelse mere sandsynligt end en stigning, selvom det sidste ikke kan udelukkes i en fortsat usikker verden. Vi vil løbende holde øje med andelsklassens eksponering til hhv. banker og industri set i relation til den til enhver tid gældende vurdering af markedet.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

NORSK KORT OBLIGASJON, KLASSE NOK

Andelsklasse under Norske Korte Obligationer – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSEN

Denne note viser noteoplysninger, som er specifikke for den enkelte andelsklasse.

NØGLETAL	-	-	-	2013	2014
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	0,57	3,85
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	0,34	1,33
Indre værdi (NOK pr. andel)	-	-	-	100,57	104,44
Nettoresultat (t.NOK)*	-	-	-	87	635
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	0,44	0,43
Medlemmernes formue (t.NOK)	-	-	-	15.103	39.224
Antal andele	-	-	-	150.167	375.546
Stykstørrelse i NOK	-	-	-	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 NOK	1.1.-31.12.2014	24.10.-31.12.2013
Andel af resultat af fællesporteføljen	716	101
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	81	14
Klassens resultat	635	87
Finansielle instrumenter i pct	2014	2013
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2014	2013
Formueværdi i 1.000 NOK		
Medlemmernes formue primo	15.103	0
Emissioner i året	31.340	15.017
Indløsninger i året	÷7.872	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	17	÷1
Overførsel af periodens resultat	635	87
Medlemmernes formue ultimo	39.224	15.103
Antal andele		
Andele primo året	150.167	0
Emissioner i året	300.778	150.167
Indløsninger i året	÷75.400	0
Andele ultimo året	375.546	150.167

NORSK KORT OBLIGASJON, KLASSE NOK I

Andelsklasse under Norske Korte Obligationer – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i obligationer, pengemarkedsinstrumenter og indskud i kreditinstitutter denomineret i norske kroner, har andelsklassen investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den norske rente. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, enkeltlandrisiko, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 2 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2014 et afkast på 4,13 pct. målt i NOK i forhold til 1,33 pct. i NOK for andelsklassens benchmark.

Andelsklassens afkast var meget tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter. Andelsklassen har indfriet vores forventninger om et positivt afkast i 2014, grundet fald i de underliggende renter.

Markedet

Den norske 3-årige swap-rente viste en flad til svagt stigende udvikling i første halvår. Derefter faldt renten kraftigt ved flere lejligheder i årets løb. Rentefaldet skyldes hovedsageligt to forhold: en svagere økonomisk udvikling og en lavere rente i Europa end forventet samt efterårets kraftige fald i olieprisen. Fremtidsudsigterne for norsk økonomi blev

kraftigt nedjusteret i fjerde kvartal på grund af den lave oliepris og de konsekvenser, den vil få for olieinvesteringerne, samt de følgevirkninger dette vil få for norsk økonomi generelt. Den norske krone er svækket betydeligt, hvilket bremser faldet i den norske økonomi. Derudover bidrager faldet i kronkursen til en højere inflation, som gør det sværere for Norges Bank at skære kraftigt i renten. Den kreditpræmie, bankerne betaler for at låne penge i markedet, faldt noget i løbet af første halvår og har siden stort set bevæget sig sidelæns.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 2,80 procentpoint højere end benchmark. Merafkastet skyldes hovedsageligt andelsklassens eksponering til virksomhedsobligationer frem for statsobligationer.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Andelsklassens største eksponering er til banker. Vi anser konkurssandsynligheden for norske banker for at være meget lav i 2015, men kreditpræmierne kan stige og medføre kurstab. En genoplussen af eurokrisen efterfulgt af en europæisk bankkrise kan udløse et sådant scenarie. Et kraftigt fald i norsk økonomi ledsaget af stigende arbejdsløshed og faldende boligpriser vil højst sandsynligt også resultere i en stor stigning i kreditpræmierne.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at 2015 fortsat vil være præget af udviklingen i EU. Valget i Grækenland kan være afgørende for landets håndtering af dets statsgældsforpligtelser og dermed også for EU-medlemskabet. Der er fare for en genoplussen af statsgældskrisen, hvis Grækenland nægter at betale sin gæld, men den afsmittende effekt på andre problemramte lande vil denne gang være væsentlig mindre. Vi forventer også yderligere pengepolitiske tiltag fra ECB. Vi mener, at europæisk økonomi har nået bunden i denne omgang, og at USA vil fortsætte sin stærke vækst. I Norge vil udviklingen i olieprisen blive afgørende. Vi mener ikke, at den nuværende oliepris afspejler en langsigtet ligevægtspris, men det kan fortsat tage nogen tid, inden oliepriserne begynder at stige til et mere naturligt niveau.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: September 2013
Risikoindikator [1-7]: 2
Benchmark: STX1 - Oslo Børs Statsobligasjonsindeks, fixed duration 0,25 year
Fondskode: DK0060506707
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	98,9%
Øvrige inkl. likvide	1,1%

NORSK KORT OBLIGASJON, KLASSE NOK I

Andelsklasse under Norske Korte Obligationer – Akkumulerende KL

Vi forventer fortsat mest på virksomhedsobligationer af høj kvalitet frem for statsobligationer. Vi mener, at det løbende merafkast er en god betaling for den øgede risiko, vi løber. Et mindre fald i kreditpræmierne er efter vores opfattelse mere sandsynligt end en stigning, selvom det sidste ikke kan udelukkes i en fortsat usikker verden. Vi vil løbende holde øje med andelsklassens eksponering til hhv. banker og industri set i relation til den til enhver tid gældende vurdering af markedet.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

NORSK KORT OBLIGASJON, KLASSE NOK I

Andelsklasse under Norske Korte Obligationer – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSEN

Denne note viser noteoplysninger, som er specifikke for den enkelte andelsklasse.

NØGLETAL	-	-	-	2013	2014
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	0,96	4,13
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	0,55	1,33
Indre værdi (NOK pr. andel)	-	-	-	100,96	105,13
Nettoresultat (t.NOK)*	-	-	-	5.939	17.710
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	0,17	0,15
Medlemmernes formue (t.NOK)	-	-	-	572.923	355.463
Antal andele	-	-	-	5.674.853	3.381.234
Stykstørrelse i NOK	-	-	-	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 NOK	1.1.-31.12.2014	2.9.-31.12.2013
Andel af resultat af fællesporteføljen	18.362	6.341
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	652	402
Klassens resultat	17.710	5.939
Finansielle instrumenter i pct	2014	2013
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2014	2013
Formueværdi i 1.000 NOK		
Medlemmernes formue primo	572.923	0
Emissioner i året	101.662	739.284
Indløsninger i året	÷ 337.079	÷ 172.766
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	247	466
Overførsel af periodens resultat	17.710	5.939
Medlemmernes formue ultimo	355.463	572.923
Antal andele		
Andele primo året	5.674.853	0
Emissioner i året	982.639	7.389.522
Indløsninger i året	÷ 3.276.258	÷ 1.714.670
Andele ultimo året	3.381.234	5.674.853

NYE MARKEDER

Investerer i udenlandske aktier i selskaber, der arbejder i de nyindustrialiserede lande. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i udenlandske aktier i selskaber, der arbejder i de nyindustrialiserede lande, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på disse markeder. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et aktiemarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre valuta ud af landet eller kan gøre det med kort varsel. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, nye markeder/emerging markets, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 10,36 pct., mens benchmark steg 11,18 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter og har mere end indfriet vores forventninger om positivt afkast. Men konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

Aktierne på de nye markeder steg målt i danske kroner, men faldt målt i US dollar i 2014. Markedet var indledningsvist præget af usikkerhed om, hvornår den amerikanske centralbank (Fed) ville begynde at udfase de pengepolitiske stimuli, samt bekymring for en kraftig opbremsning i den kinesisk økonomi. Markederne rettede sig imidlertid senere og fastholdt en stort set konstant stigning, efter at investorerne fik vænnet sig til tanken om Fed's gradvise neddrøsling af obligationsopkøbene.

Markederne fik yderligere næring ved håbet om politiske forandringer i visse af de større nye markeder. Kursstigningerne ophørte dog i september måned, hvor stærkere økonomisk vækst i USA udløste bekymring for, at Fed måske ville fremrykke sine renteforhøjelser. Aftagende økonomisk vækst i Kina og den faldende oliepris rejste også tvivl om det globale opsving, mens uro på Ruslands finansmarkeder og rublens kollaps ved årets udgang udløste en omfattende svækkelse af aktie- og valutakurserne i de nye markeder.

Rusland var det land, der klarede sig dårligst i 2014. Kurserne på lokale aktier og rublen faldt til det laveste niveau i fem år, da den indenlandske økonomi var tyngt af den fortsat faldende oliepris og virkningen af de internationale sanktioner. Vækstprognoserne blev sænket, og centralbanken hævdede den styrende rente i et forgæves forsøg på at stoppe valutakursens fald. Brasilien holdede også bagefter. Udviklingen på aktiemarkedet var drevet af det tætte opgør om præsidentposten, som endte med, at Dilma Rousseff vandt knebent over Aécio Neves og således fik endnu en periode som

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: April 1992
Risikoindeksator [1-7]: 6
Benchmark: MSCI Emerging Markets inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0015710602
Porteføljeraðgiver: Aberdeen Asset Managers Limited

LANDEFORDELING

Indien	14,7%
Brasilien	10,9%
Hong Kong	10,7%
Mexico	7,5%
Syd Korea	6,2%
Øvrige inkl. likvide	50,0%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,59
Standardafvigelse	13,17
Tracking error	4,74
Information Ratio	0,67
Sharpe Ratio (benchm.)	0,35
Standardafvigelse (benchm.)	13,24
Active share	87,93

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

NYE MARKEDER

landets præsident. Indien og Indonesien klarede sig derimod bedre end resten af regionen oven på valget af ledere, som ønsker vækst og vil føre en erhvervsvenlig politik.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast i 2014 var 0,82 procentpoint lavere end stigningen i markedet. Overvægten af Indien bidrog positivt til afdelingens resultat, da markedet igen bød på stigninger oven på den kraftige tilbagegang i 2013. Udviklingen skyldtes en forbedring i landets betalingsbalance og håb om politiske forandringer, efter at det erhvervsvenlige parti Bharatiya Janata kom til magten. Det medførte, at mange af afdelingens positioner gav pæne afkast. Blandt de væsentligste bidragsydere til resultatet var Housing Development Finance Corp (HDFC), ICICI Bank, Hero MotoCorp og UltraTech Cement. ICICI Bank og boliglåninstituttet HDFC steg på forhåbninger om højere udlånsvækst, mens UltraTech steg på forventninger om øgede investeringer i infrastruktur.

I Rusland var afdelingens manglende eksponering mod de tunge navne i indekset som f.eks. Gazprom og Sberbank med til at løfte det relative afkast, selvom vores positioner i Lukoil og Magnit bidrog negativt.

Omvendt trak vores overvægt i Brasilien ned i resultatet, da genvalget af præsident Dilma Rousseff skuffede investorerne. Tilsvarende trak aktievalget også ned i resultatet, da mineselskabet Vales aktiekurs faldt som følge af lavere priser på jernmalm. Afdelingens eksponering til Argentina via Tenaris bidrog ligeledes negativt til resultatet. Olie- og gasledningsproducenten kom under pres som følge af bekymringer om et fald i efterspørgslen, hvis olieprisen skulle falde yderligere.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Udsigten til en renteforhøjelse i USA og en stærkere dollar udgør nogle af de væsentligste risici. Når Fed til sin tid hæver renten, vil det formentlig udløse større udsving i markedet, da det nok vil reducere den globale likviditet og medføre kapitaludstrømning fra de nye markeder – særligt fra lande med betalingsbalanceunderskud som f.eks. Indien, hvor afdelingen har en af sine største relative overvægtninger.

Der vil også være fokus på den mulige økonomiske opbremsning i Kina, da en følgevirkning heraf ville lægge pres på råvareproducerende lande, ikke mindst Brasilien, hvor afdelingen har en af sine største absolutte eksponeringer. Kina er Brasiliens største samhandelspartner. Da Brasiliens økonomi allerede var præget af træg aktivitet i 2014, kan investorernes tillid til markedet hurtigt forsvinde, hvis ikke regeringen begynder at føre en mere markedsvenlig finans- og pengepolitik.

Dertil kommer, at olieprisen er blevet halveret siden medio juni 2014, og prognoserne for den globale efterspørgsel er blevet nedjusteret ad flere omgange. Energisektoren, hvor afdelingen har en af sine største relative overvægte, risikerer at komme under yderligere pres, hvis olieprisen holder sig på et lavt niveau. På kort sigt ser udsigterne ikke så lyse ud, men vi fastholder overvægtningen, da vi i højere grad betragter denne sektor som en eksponering mod forbrugerne og derved nyder godt af et stigende indenlandsk forbrug af olie og gas og, i nogle tilfælde, af privatisering, omstrukturering og yderligere liberalisering af markedet.

Forventninger til markedet samt strategi

De nuværende udfordringer som f.eks. følgevirkningen af den mulige økonomiske opbremsning i Kina samt udsigten til en renteforhøjelse i USA og en stærkere dollar ventes at hæmme væksten på de nye markeder og påvirke kapitalstrømmene på den korte bane. Til trods for de lidt dystre udsigter er der dog grund til optimisme.

Normaliseringen af den amerikanske centralbanks pengepolitik er baseret på antagelsen om, at det økonomiske opsving i USA er holdbart. Det er godt nyt for eksporten fra de nye markeder og kan være med til at opveje noget af virkningen af afmatningen i Kina. En stærk amerikansk dollar er heller ikke nødvendigvis dårligt for de nye markeder. Man skal være opmærksom på, at den nuværende svækkelse af de nye markeds valutaer er et udtryk for dollarens styrke og ikke skyldes grundlæggende problemer i udviklingslandene.

Omvendt bør investorerne med rette være bekymrede for, at de lavere råvare- og oliepriser peger mod forværrede udsigter for global vækst. Billigere olie bør dog gavne de nye markeder som helhed, da det er med til at lette presset på statsbudgettet og inflationen, hvilken igen øger sandsynligheden for en rentesænkning.

De økonomiske reformer, der lanceres i nogle af de større udviklingslande, giver også grobund for optimisme, selvom det nok vil tage lang tid og blive besværligt at implementere dem. Indien og Indonesien har allerede reduceret de dyre brændstoftilskud, Kina har gennemført finansielle reformer, som åbner muligheden for et sundere økonomisk klima, og Mexico har gennemført omfattende ændringer inden for uddannelsessystemet og i landets finans-, tele- og energisektor. Andre lande vil føle et pres for at gennemføre tilsvarende tiltag for at fremme den økonomiske udvikling.

Blandt virksomhederne synes der kun at være svage tegn på en indtjeningsfremgang, og det seneste prisfald på olie og andre råvarer kan lægge yderligere pres på selskaber i energisektoren. Der er dog andre virksomheder på de nye marke-

NYE MARKEDER



der, som fortsat er lønsomme og har muligheder for driftsforbedringer. I lyset af den rabat, som aktier på de nye markeder handles til i forhold til tilsvarende aktier i den vestlige verden, samt den forventede stigning i virksomhedernes lønsomhed, er vi ganske optimistiske omkring udsigterne.

Dette udgangspunkt medfører ikke nødvendigvis nogen større omlægning af vores porteføljer eller investeringsproces, da vores strategi er at udvælge enkeltaktier. Vi har fortsat tiltro til, at vores selskaber kan klare sig igennem den nuværende afmatning og vil være godt positioneret, hvis den økonomiske udvikling vender.

Vi har fortsat primært overvægt af indenlandsk-orienterede virksomheder inden for f.eks. finans og konsumentvarer. Den finansielle sektor, som er repræsentant for økonomisk vækst, vil formentlig drage fordel af en voksende middelklasse samt på længere sigt af den lave udbredelse af finansielle produkter. Samtidig bør afdelingens undervægt af den cykliske it-sektor med dens evigt forandrende forretningsmodeller og stadigt kortere produktlevetider give et godt bidrag til det relative resultat, da vi ikke forventer at denne tendens vil ændre sig på længere sigt.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

NYE MARKEDER

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	54	÷332
2 Renteudgifter	22	2
3 Udbytter	91.515	113.903
I alt renter og udbytter	91.547	113.568
Kursgevinster og -tab:		
4 Kapitalandele	306.134	÷560.426
Valutakonti	8.243	÷1.137
Øvrige aktiver/passiver	÷4	÷394
5 Handelsomkostninger	÷330	÷809
I alt kursgevinster og -tab	314.044	÷562.767
I alt indtægter	405.591	÷449.199
6 Administrationsomkostninger	52.611	65.443
Resultat før skat	352.980	÷514.642
7 Skat	9.908	9.307
Årets nettoresultat	343.071	÷523.949
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	÷43.740	÷29.454
Overført fra sidste år	0	2.163
I alt formuebevægelser	÷43.740	÷27.292
Til disposition	299.331	÷551.241
8 Til rådighed for udlodning	292.615	287.443
Foreslået udlodning	292.235	287.443
Overført til udlodning næste år	380	0
Overført til formuen	6.716	÷838.684

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	43.558	57.339
I alt likvide midler	43.558	57.339
Kapitalandele:		
Not. aktier fra udl. selskaber	2.906.900	3.488.059
I alt kapitalandele	2.906.900	3.488.059
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter; udbytter m.m.	4.309	5.207
Mellemvær: vedr. handelsafv.	0	8.771
Aktuelle skatteaktiver	33	80
I alt andre aktiver	4.341	14.057
Aktiver i alt	2.954.800	3.559.455
PASSIVER		
9 Medlemmernes formue	2.948.658	3.542.643
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	2.063	13.732
Mellemvær: vedr. handelsafv.	4.078	3.080
I alt anden gæld	6.141	16.812
Passiver i alt	2.954.800	3.559.455

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	36,12	÷7,90	24,06	÷11,42	10,36
Benchmarkafkast (pct.)	27,32	÷15,92	16,86	÷6,82	11,18
Indre værdi (DKK pr. andel)	328,86	292,40	334,28	287,17	291,60
Nettoresultat (t.DKK)	1.029.528	÷360.112	877.040	÷523.949	343.071
Udbytte (DKK pr. andel)	10,75	25,75	10,00	23,30	28,90
Administrationsomkostninger (pct.)	1,36	1,49	1,51	1,54	1,56
ÅOP	1,68	1,82	1,85	1,88	1,88
Omsætningshastighed (antal gange)	0,00	0,00	0,00	0,03	0,00
Medlemmernes formue (t.DKK)	4.416.604	3.516.417	4.725.430	3.542.643	2.948.658
Antal andele	13.430.138	12.026.226	14.136.237	12.336.610	10.111.936
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

NYE MARKEDER

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE (FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	54	÷332
I alt renteindtægter	54	÷332

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2014	2013
Andre renteudgifter	22	2
I alt renteudgifter	22	2

NOTE 3: UDBYTTER I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	91.515	113.903
I alt udbytter	91.515	113.903

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	306.134	÷560.426
Valutakonti	8.243	÷1.137
Øvrige aktiver/passiver	÷4	÷394
Handelsomkostninger	÷330	÷809
I alt kursgevinster og -tab	314.044	÷562.767

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷3.139	÷2.546
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	2.810	1.737
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷330	÷809

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	30
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	26
Andre honorarer til revisorer	0	0	62	17
Markedsføringsomkostninger	0	0	17.325	1.005
Gebyrer til depotselskab	0	0	2.895	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	14.784	77
Øvrige omkostninger	906	117	329	329
Managementhonorar	47.274	0	27.695	0
Fast administrationshonorar	4.314	0	871	0
I alt opdelte adm.omk.	52.494	117	63.960	1.483
I alt adm.omkostninger		52.611		65.443

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne m.v., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør påliggende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	9.908	9.307
I alt skat	9.908	9.307

NOTE 8: TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	91.547	113.568
Ikke refunderbar udbytteskat	÷9.908	÷9.307
Regulering vedr. udbytteskat m.v.	47	0
Kursgevinst til udlodning	307.281	275.609
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	52.611	65.443
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	÷43.740	÷29.454
Fremførbare tab fra sidste år	0	0
Udlodning overført fra sidste år	0	2.163
I alt til rådighed for udlodning, brutto	292.615	287.136
Frivillig udlodning	0	307
I alt til rådighed for udlodning, netto	292.615	287.443

NOTE 9: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	12.336.610	3.542.643	14.136.237	4.725.430
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷287.443		÷141.362
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		÷305		÷1.780
Emissioner i året	1.443.058	415.655	539.704	179.077
Indløsninger i året	÷3.667.732	÷1.068.645	÷2.339.331	÷697.294
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		3.683		2.522
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		43.740		29.454
Overført til udlodning fra sidste år		0		÷2.163
Overført til udlodning næste år		380		0
Foreslået udlodning		292.235		287.443
Overførsel af periodens resultat		6.716		÷838.684
I alt medlemmernes formue	10.111.936	2.948.658	12.336.610	3.542.643

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,6	98,5
I alt finansielle instrumenter	98,6	98,5
Øvrige aktiver og passiver	1,4	1,5
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

NYE MARKEDER – AKKUMULERENDE KL



Investerer i udenlandske aktier i selskaber, der arbejder i de nyindustrialiserede lande. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Afdelingen udbydes i tre andelsklasser:

- Global Emerging Markets, klasse NOK
- Global Emerging Markets, osuuslaji EUR
- Nye Markeder - Akkumulerende, klasse DKK

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på de følgende sider.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes også på de følgende sider.

Nøgletal for indre værdier, afkast og omkostninger m.m. beregnes for hver klasse.

NYE MARKEDER – AKKUMULERENDE KL

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	27	+91
2 Renteudgifter	9	7
3 Udbytter	30.234	26.888
I alt renter og udbytter	30.252	26.790
Kursgevinster og -tab:		
Kapitalandele	96.129	+125.330
Valutakonti	2.359	337
Øvrige aktiver/passiver	20	+13
5 Handelsomkostninger	0	+98
I alt kursgevinster og -tab	98.508	+125.104
I alt indtægter	128.760	+98.314
6 Administrationsomkostninger	18.188	15.599
Resultat før skat	110.573	+113.913
7 Skat	3.294	1.715
Årets nettoresultat	107.278	+115.628
Overført til formuen	107.278	+115.628

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	38.572	21.747
I alt likvide midler	38.572	21.747
Kapitalandele:		
Not. aktier fra udl. selskaber	1.293.090	867.827
I alt kapitalandele	1.293.090	867.827
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter; udbytter m.m.	2.011	1.248
Mellemvær: vedr. handelsaf.v.	460	6.597
Aktuelle skatteaktiver	10	9
I alt andre aktiver	2.481	7.854
Aktiver i alt	1.334.143	897.427
PASSIVER		
8 Medlemmernes formue	1.332.386	894.119
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	996	3.309
Mellemvær: vedr. handelsaf.v.	761	0
I alt anden gæld	1.757	3.309
Passiver i alt	1.334.143	897.427

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Nettoresultat (t.DKK)	185.663	+73.486	187.559	+115.628	107.278
Omsætningshastighed (antal gange)	0,00	0,00	0,00	0,01	0,00
Medlemmernes formue (t.DKK)	862.605	632.129	1.166.345	894.119	1.332.386

NYE MARKEDER – AKKUMULERENDE KL

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE (FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	27	÷91
I alt renteindtægter	27	÷91

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2014	2013
Andre renteudgifter	9	7
I alt renteudgifter	9	7

NOTE 3: UDBYTTER I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	30.234	26.888
I alt udbytter	30.234	26.888

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	96.129	÷125.330
Valutakonti	2.359	337
Øvrige aktiver/passiver	20	÷13
Handelsomkostninger	0	÷98
I alt kursgevinster og -tab	98.508	÷125.104

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷1.231	÷1.040
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	1.231	942
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	0	÷98

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	7
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	6
Andre honorarer til revisorer	0	0	64	4
Markedsføringsomkostninger	0	0	4.203	238
Gebyrer til depotselskab	0	0	706	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	3.563	18
Øvrige omkostninger	258	30	85	80
Managementhonorar	16.315	0	6.412	0
Fast administrationshonorar	1.584	0	212	0
I alt opdelte adm.omk.	18.158	30	15.245	353
I alt adm.omkostninger		18.188		15.599

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne mv., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	3.294	1.715
I alt skat	3.294	1.715

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	894.119	4.620.832	1.166.345	
Emissioner i året	519.569	497.783	119.479	
Indløsninger i året	÷190.369	÷1.130.485	÷277.113	
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	1.789		1.035	
Overførsel af periodens resultat	107.278		÷115.628	
I alt medlemmernes formue	1.332.386	3.988.130	894.119	

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,1	97,1
I alt finansielle instrumenter	97,1	97,1
Øvrige aktiver og passiver	2,9	2,9
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallevej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

GLOBAL EMERGING MARKETS, KLASSE NOK

Andelsklasse under Nye Markeder – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i udenlandske aktier i selskaber, der arbejder i de nyindustrialiserede lande, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på disse markeder. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et aktiemarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre valuta ud af landet eller kan gøre det med kort varsel. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, nye markeder/emerging markets, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 5 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav siden sin start den 13. juni et afkast på 11,65 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 15,18 pct. Andelsklassens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har mere end

indfriet vores forventninger om positivt afkast. Konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte dog betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

I perioden fra andelsklassens start den 13. juni og resten af 2014 steg aktierne på de nye markeder, målt i norske kroner. Stigningen skyldes i stor udstrækning den svage norske krone. Risikovilligheden i aktiemarkedene aftog i den sidste halvdel af året, da stærkere økonomisk vækst i USA udløste bekymring for, om den amerikanske centralbank (Fed) måske ville fremrykke sine renteforhøjelser. Samtidig bremsede den kinesisk økonomi op og lagde en dæmper på forhåbninger om et opsving. Mod årets udgang udløste uro på Ruslands finansmarkeder og rublens kollaps en omfattende svækkelse af aktie- og valutakurserne på de nye markeder. Det skyldtes i vid udstrækning den fortsat faldende oliepris og virkningen af de internationale sanktioner på russisk økonomi. Vækstprognoserne blev sænket, og centralbanken hævede den styrende rente i et forgæves forsøg på at stoppe valutakursens fald.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast i 2014 var 3,53 procentpoint lavere end stigningen i benchmark siden andelsklassens start. Det skyldtes blandt andet et negativt bidrag fra aktivallokering. Aktievalget bidrog positivt til andelsklassens resultat i 2014. Valutaerne i de nye markeder blev svækket over for US dollar og skabte en negativ valutakurseffekt. Det skete som følge af forventninger om, at Fed måske ville blive tvunget til at hæve renten hurtigt, efterhånden som amerikansk økonomi tog til i styrke.

Andelsklassens undervægt af Kina var en af de vigtigste negative bidragsydere til det relative resultat. Markedet oplevede fortsat øget efterspørgsel efter kinesiske aktier trods ringe tegn på en bedring af de makroøkonomiske forhold. De økonomiske nøgletal pegede mod fortsat svaghed, og det vil ikke overraske os, hvis regeringen gennemfører yderligere pengepolitiske og finanspolitiske tiltag. Aktievalget i den finansielle sektor trak også ned i resultatet. Standard Char-

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Juni 2014
Risikoindekator [1-7]: 5
Benchmark: MSCI Emerging Markets Net Total return measured in NOK
Fondskode: DK0060563930
Porteføljeraðgiver: Aberdeen Asset Managers Limited

LANDEFORDELING

Indien	14,6%
Brasilien	11,4%
Hong Kong	10,4%
Mexico	7,2%
Syd Korea	6,4%
Øvrige inkl. likvide	50,0%

NØGLETAL

Active share	87,84
--------------	-------

GLOBAL EMERGING MARKETS, KLASSE NOK

Andelsklasse under Nye Markeder – Akkumulerende KL

tereds aktiekurs var fortsat i modvind. Selskabet offentliggjorde sin tredje nedjustering på et år primært som følge af uventede råvarerelaterede hensættelser samt spekulation om, at myndighederne i USA ville genoptage undersøgelserne om påståede overtrædelser af sanktionerne.

Overvægten af Brasilien trak også ned i resultatet, da genvalget af præsident Dilma Rousseff skuffede investorerne. Tilsvarende trak aktievalget også ned i resultatet, da mineselskabet Vales aktiekurs faldt som følge af lavere priser på jernmalm. Andelsklassens eksponering til Argentina via Tenaris bidrog ligeledes negativt til resultatet. Olie- og gasledningsproducenten kom under pres som følge af bekymringer om et fald i efterspørgslen, hvis olieprisen skulle falde yderligere.

Overvægten af Indien bidrog positivt, da markedet igen bød på stigninger oven på den kraftige tilbagegang i 2013. Udviklingen skyldtes en forbedring i landets betalingsbalance og håb om politiske forandringer, efter at det erhvervsvenlige parti Bharatiya Janata kom til magten efter et stærkt valg. Således var der mange af de lokale aktier, herunder vores positioner inden for finans og infrastruktur, der klarede sig pænt.

I Rusland var andelsklassens manglende eksponering mod de tunge navne i indekset som f.eks. Gazprom og Sberbank med til at løfte det relative afkast, selvom vores positioner i Lukoil og Magnit bidrog negativt.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Udsigten til en renteforhøjelse i USA og en stærkere dollar udgør nogle af de væsentligste risici. Når Fed til sin tid hæver renten, vil det formentlig udløse større udsving i markedet, da det nok vil reducere den globale likviditet og medføre kapitaludstrømning fra de nye markeder – særligt fra lande med underskud på betalingsbalancen som f.eks. Indien, hvor andelsklassen har en af sine største relative overvægtninger.

Der vil også være fokus på den mulige økonomiske opbremsning i Kina, da en følgevirkning heraf vil være, at der bliver lagt pres på råvareproducerende lande, ikke mindst Brasilien, hvor andelsklassen har en af sine største absolutte eksponeringer. Kina er Brasiliens største samhandelspartner. Da Brasiliens økonomi allerede var præget af træg aktivitet i 2014, kan investorernes tillid til markedet hurtigt forsvinde, hvis ikke regeringen begynder at føre en mere markedsvenlig finans- og pengepolitik.

Dertil kommer, at olieprisen er blevet halveret siden medio juni 2014, og prognoserne for den globale efterspørgsel er

blevet nedjusteret ad flere omgange. Energisektoren, hvor andelsklassen har en af sine største relative overvægte, risikerer at komme under yderligere pres, hvis olieprisen holder sig på et lavt niveau. På kort sigt ser udsigterne ikke så lyse ud, men vi fastholder overvægtningen, da vi i højere grad betragter denne sektor som en eksponering mod forbrugerne og derved nyder godt af et stigende indenlandsk forbrug af olie og gas og, i nogle tilfælde, af privatisering, omstrukturering og yderligere liberalisering af markedet.

Forventninger til markedet samt strategi

De nuværende udfordringer som f.eks. følgevirkningen af den mulige økonomiske opbremsning i Kina samt udsigten til en renteforhøjelse i USA og en stærkere dollar ventes at hæmme væksten på de nye markeder og påvirke kapitalstrømmene på den korte bane. Til trods for de lidt dystre udsigter er der dog grund til optimisme.

Normaliseringen af den amerikanske centralbanks pengepolitik er baseret på antagelsen om, at det økonomiske opsving i USA er holdbart. Det er godt nyt for eksporten fra de nye markeder og kan være med til at opveje noget af virkningen af afmatningen i Kina. En stærk amerikansk dollar er heller ikke nødvendigvis dårligt for de nye markeder. Man skal være opmærksom på, at den nuværende svækkelse af de nye markeds valutaer er et udtryk for dollarens styrke og ikke skyldes grundlæggende problemer i udviklingslandene

Omvendt bør investorerne med rette være bekymrede for, at de lavere råvare- og oliepriser peger mod forværrede udsigter for global vækst. Billigere olie bør dog gavne de nye markeder som helhed, da det er med til at lette presset på statsbudgettet og inflationen, hvilken igen øger sandsynligheden for en rentesænkning.

De økonomiske reformer, der lanceres i nogle af de større udviklingslande, giver også grobund for optimisme, selvom det nok vil tage lang tid og blive besværligt at implementere dem. Indien og Indonesien har allerede reduceret de dyre brændstoftilskud, Kina har gennemført finansielle reformer, som åbner muligheden for et sundere økonomisk klima, og Mexico har gennemført omfattende ændringer inden for uddannelsessystemet og i landets finans-, tele- og energisektor. Andre lande vil føle et pres for at gennemføre tilsvarende tiltag for at fremme den økonomiske udvikling.

Blandt virksomhederne synes der kun at være svage tegn på en indtjeningsfremgang, og det seneste prisfald på olie og andre råvarer kan lægge yderligere pres på selskaber i energisektoren. Der er dog andre virksomheder på de nye markeder, som fortsat er lønsomme og har muligheder for driftsfor-

GLOBAL EMERGING MARKETS, KLASSE NOK

Andelsklasse under Nye Markeder – Akkumulerende KL

bedringer. I lyset af den rabat, som aktier på de nye markeder handles til i forhold til tilsvarende aktier i den vestlige verden, samt den forventede stigning i virksomhedernes lønsomhed, er vi ganske optimistiske omkring udsigterne.

Dette udgangspunkt medfører ikke nødvendigvis nogen større omlægning af vores porteføljer eller investeringsproces, da vores strategi er at udvælge enkeltaktier. Vi har fortsat tiltro til, at vores selskaber kan klare sig igennem den nuværende afmatning og vil være godt positioneret, hvis den økonomiske udvikling vender.

Vi har fortsat primært overvægt af indenlandsk-orienterede virksomheder inden for f.eks. finans og konsumentvarer. Den finansielle sektor, som er repræsentant for økonomisk vækst, vil formentlig drage fordel af en voksende middelklasse samt på længere sigt af den lave udbredelse af finansielle produkter. Samtidig bør andelsklassens undervægt af den cykliske it-sektor med dens evigt forandrende forretningsmodeller og stadigt kortere produktlevetider give et godt bidrag til det relative resultat, da vi ikke forventer, at denne tendens vil ændre sig på længere sigt.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

GLOBAL EMERGING MARKETS, KLASSE NOK

Andelsklasse under Nye Markeder – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSEN

Denne note viser noteoplysninger, som er specifikke for den enkelte andelsklasse.

NØGLETAL	-	-	-	-	2014
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	11,65
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	15,18
Indre værdi (NOK pr. andel)	-	-	-	-	111,65
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	-	557
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	1,92
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	-	161.204
Antal andele	-	-	-	-	1.759.182
Stykstørrelse i NOK	-	-	-	-	100

* 2014 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	13.6.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	1.980
Klassespecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	1.423
Klassens resultat	557
Finansielle instrumenter i pct	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0
Medlemmernes formue	2014
Formueværdi i 1.000 DKK	
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i året	168.486
Indløsninger i året	÷8.269
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	429
Overførsel af periodens resultat	557
Medlemmernes formue ultimo	161.204
Antal andele	
Andele primo året	0
Emissioner i året	1.847.050
Indløsninger i året	÷87.868
Andele ultimo året	1.759.182

GLOBAL EMERGING MARKETS, OSUUSLAJI EUR

Andelsklasse under Nye Markeder – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i udenlandske aktier i selskaber, der arbejder i de nyindustrialiserede lande, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på disse markeder. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et aktiemarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre valuta ud af landet eller kan gøre det med kort varsel. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, nye markeder/emerging markets, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 6 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav siden starten den 27. august et negativt afkast på 4,43 pct. målt i EUR., mens benchmark faldt 3,49 pct. Andelsklassens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter.

Markedet

Målt i euro faldt aktierne på de nye markeder siden andelsklassens start den 27. august. Risikovilligheden aftog, da stærkere økonomisk vækst i USA udløste bekymring om, at den amerikanske centralbank (Fed) måske ville fremrykke sine renteforhøjelser, og kinesisk økonomi bremsede op og lagde en dæmper på forhåbninger om et opsving. Mod årets udgang udløste uro på Ruslands finansmarkeder og rublens kollaps en omfattende svækkelse af aktie- og valutakurserne i de nye markeder. Det skyldtes i vid udstrækning den fortsat faldende oliepris og virkningen af de internationale sanktioner på russisk økonomi. Vækstprognoserne blev sænket, og centralbanken hævede den styrende rente i et forgæves forsøg på at stoppe valutakursens fald.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens undervægt af Kina var en af de vigtigste negative bidragsydere til det relative resultat. Markedet oplevede fortsat øget efterspørgsel efter kinesiske aktier trods ringe tegn på en bedring af de makroøkonomiske forhold. De økonomiske nøgletal pegede mod fortsat svaghed, og det vil ikke overraske os, hvis regeringen gennemfører yderligere pengepolitiske og finanspolitiske tiltag. Aktievalget i den finansielle sektor trak også ned i resultatet. Vi havde ingen eksponering mod de indenlandske banker, som førte an i kursstigningerne.

Overvægten af Brasilien trak også ned i resultatet, da genvalget af præsident Dilma Rousseff skuffede investorerne. Tilsvarende trak aktievalget også ned i resultatet, da mineselskabet Vales aktiekurs faldt som følge af lavere priser på jernmalm. Andelsklassens eksponering til Argentina via Tenaris bidrog ligeledes negativt til resultatet. Olie- og gasledningsproducenten kom under pres som følge af bekymringer om et fald i efterspørgslen, hvis olieprisen skulle falde yderligere.

Overvægten af Indien bidrog positivt, da markedet igen bød på stigninger oven på den kraftige tilbagegang i 2013. Udviklingen skyldtes en forbedring i landets betalingsbalance og håb om politiske forandringer, efter at det erhvervsvenlige

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: August 2014

Risikoindekator [1-7]: 6

Benchmark: MSCI Emerging Markets inkl. nettoudbytter

Fondskode: DK0060564151

Porteføljeraðgiver: Aberdeen Asset Managers Limited

LANDEFORDELING

Indien	14,6%
Brasilien	11,4%
Hong Kong	10,4%
Mexico	7,2%
Syd Korea	6,4%
Øvrige inkl. likvide	50,0%

NØGLETAL

Active share 87,84

GLOBAL EMERGING MARKETS, OSUUSLAJI EUR

Andelsklasse under Nye Markeder – Akkumulerende KL

parti Bharatiya Janata kom til. Således var der mange af de lokale aktier, herunder vores positioner inden for finans og infrastruktur, der klarede sig pænt.

I Rusland var andelsklassens manglende eksponering mod de tunge navne i indekset som f.eks. Gazprom og Sberbank med til at løfte det relative afkast, selvom vores positioner i Lukoil og Magnit bidrog negativt.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Udsigten til en renteforhøjelse i USA og en stærkere dollar udgør nogle af de væsentligste risici. Når Fed til sin tid hæver renten, vil det formentlig udløse større udsving i markedet, da det nok vil reducere den globale likviditet og medføre kapitaludstrømning fra de nye markeder – særligt fra lande med underskud på betalingsbalancen som f.eks. Indien, hvor andelsklassen har en af sine største relative overvægtninger.

Der vil også være fokus på den mulige økonomiske opbremsning i Kina, da en følgevirkning heraf vil være, at der bliver lagt pres på råvareproducerende lande, ikke mindst Brasilien, hvor andelsklassen har en af sine største absolutte eksponeringer. Kina er Brasiliens største samhandelspartner. Da Brasiliens økonomi allerede var præget af træg aktivitet i 2014, kan investorerne tillid til markedet hurtigt forsvinde, hvis ikke regeringen begynder at føre en mere markedsvenlig finans- og pengepolitik.

Dertil kommer, at olieprisen er blevet halveret siden medio juni 2014, og prognoserne for den globale efterspørgsel er blevet nedjusteret ad flere omgange. Energisektoren, hvor andelsklassen har en af sine største relative overvægte, risikerer at komme under yderligere pres, hvis olieprisen holder sig på et lavt niveau. På kort sigt ser udsigterne ikke så lyse ud, men vi fastholder overvægtningen, da vi i højere grad betragter denne sektor som en eksponering mod forbrugerne og derved nyder godt af et stigende indenlandsk forbrug af olie og gas og, i nogle tilfælde, af privatisering, omstrukturering og yderligere liberalisering af markedet.

Forventninger til markedet samt strategi

De nuværende udfordringer som f.eks. følgevirkningen af den mulige økonomiske opbremsning i Kina samt udsigten til en renteforhøjelse i USA og en stærkere dollar ventes at hæmme væksten på de nye markeder og påvirke kapitalstrømmene på den korte bane. Til trods for de lidt dystre udsigter er der dog grund til optimisme.

Normaliseringen af den amerikanske centralbanks pengepolitik er baseret på antagelsen om, at det økonomiske opsving i USA er holdbart. Det er godt nyt for eksporten fra de nye markeder og kan være med til at opveje noget af virkningen

af afmatningen i Kina. En stærk amerikansk dollar er heller ikke nødvendigvis dårligt for de nye markeder. Man skal være opmærksom på, at den nuværende svækkelse af de nye markeds valutaer er et udtryk for dollarens styrke og ikke skyldes grundlæggende problemer i udviklingslandene.

Omvendt bør investorerne med rette være bekymrede for, at de lavere råvare- og oliepriser peger mod forværrede udsigter for global vækst. Billigere olie bør dog gavne de nye markeder som helhed, da det er med til at lette presset på statsbudgettet og inflationen, hvilken igen øger sandsynligheden for en rentesækning.

De økonomiske reformer, der lanceres i nogle af de større udviklingslande, giver også grobund for optimisme, selvom det nok vil tage lang tid og blive besværligt at implementere dem. Indien og Indonesien har allerede reduceret de dyre brændstoftilskud, Kina har gennemført finansielle reformer, som åbner muligheden for et sundere økonomisk klima, og Mexico har gennemført omfattende ændringer inden for uddannelsessystemet og i landets finans-, tele- og energisektor. Andre lande vil føle et pres for at gennemføre tilsvarende tiltag for at fremme den økonomiske udvikling.

Blandt virksomhederne synes der kun at være svage tegn på en indtjeningsfremgang, og det seneste prisfald på olie og andre råvarer kan lægge yderligere pres på selskaber i energisektoren. Der er dog andre virksomheder på de nye markeder, som fortsat er lønsomme og har muligheder for driftsforbedringer. I lyset af den rabat, som aktier på de nye markeder handles til i forhold til tilsvarende aktier i den vestlige verden, samt den forventede stigning i virksomhedernes lønsomhed, er vi ganske optimistiske omkring udsigterne.

Dette udgangspunkt medfører ikke nødvendigvis nogen større omlægning af vores porteføljer eller investeringsproces, da vores strategi er at udvælge enkeltaktier. Vi har fortsat tiltro til, at vores selskaber kan klare sig igennem den nuværende afmatning og vil være godt positioneret, hvis den økonomiske udvikling vender.

Vi har fortsat primært overvægt af indenlandsk-orienterede virksomheder inden for f.eks. finans og konsumentvarer. Den finansielle sektor, som er repræsentant for økonomisk vækst, vil formentlig drage fordel af en voksende middelklasse samt på længere sigt af den lave udbredelse af finansielle produkter. Samtidig bør andelsklassens undervægt af den cykliske it-sektor med dens evigt forandrende forretningsmodeller og stadigt kortere produktlevetider give et godt bidrag til det relative resultat, da vi ikke forventer, at denne tendens vil ændre sig på længere sigt.

GLOBAL EMERGING MARKETS, OSUUSLAJI EUR

Andelsklasse under Nye Markeder – Akkumulerende KL

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

GLOBAL EMERGING MARKETS, OSUUSLAJI EUR

Andelsklasse under Nye Markeder – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSEN

Denne note viser noteoplysninger, som er specifikke for den enkelte andelsklasse.

NØGLETAL	-	-	-	-	2014
Afkast i EUR (pct.)*	-	-	-	-	÷4,43
Benchmarkafkast i EUR (pct.)*	-	-	-	-	÷3,49
Indre værdi (EUR pr. andel)	-	-	-	-	9,56
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	-	÷1.059
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	1,92
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	-	25.867
Antal andele	-	-	-	-	363.499
Stykstørrelse i EUR	-	-	-	-	10

* 2014 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	27.8.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷912
Klassespecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	147
Klassens resultat	÷1.059
Finansielle instrumenter i pct	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0
Medlemmernes formue	2014
Formueværdi i 1.000 DKK	
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i året	29.675
Indløsninger i året	÷2.772
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	22
Overførsel af periodens resultat	÷1.059
Medlemmernes formue ultimo	25.867
Antal andele	
Andele primo året	0
Emissioner i året	401.663
Indløsninger i året	÷38.164
Andele ultimo året	363.499

NYE MARKEDER – AKKUMULERENDE, KLASSE DKK

Andelsklasse under Nye Markeder – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i udenlandske aktier i selskaber, der arbejder i de nyindustrialiserede lande, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på disse markeder. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et aktiemarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Valutæerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre valuta ud af landet eller kan gøre det med kort varsel. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, nye markeder/emerging markets, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 6 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2014 et afkast på 10,65 pct., mens benchmark steg 11,18 pct. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter og har mere end indfriet vores forventninger om positivt

afkast. Men konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

Aktierne på de nye markeder steg målt i danske kroner, men faldt målt i US dollar i 2014. Markedet var indledningsvist præget af usikkerhed om, hvornår den amerikanske centralbank (Fed) ville begynde at udfase de pengepolitiske stimuli, samt bekymring for en kraftig opbremsning i den kinesisk økonomi. Markederne rettede sig imidlertid senere og fastholdt en stort set konstant stigning, efter at investorerne fik vænnet sig til tanken om Fed's gradvise neddrogning af obligationsopkøbene. Markederne fik yderligere næring ved håbet om politiske forandringer i visse af de større nye markeder. Kursstigningerne ophørte dog i september måned, hvor stærkere økonomisk vækst i USA udløste bekymring for, at Fed måske ville fremrykke sine renteforhøjelser. Aftagende økonomisk vækst i Kina og den faldende oliepris rejste også tvivl om det globale opsving, mens uro på Ruslands finansmarkeder og rublens kollaps ved årets udgang udløste en omfattende svækkelse af aktie- og valutakurserne i de nye markeder.

Rusland var det land, der klarede sig dårligst i 2014. Kurserne på lokale aktier og rublen faldt til det laveste niveau i fem år, da den indenlandske økonomi var tyngt af den fortsat faldende oliepris og virkningen af de internationale sanktioner. Vækstprognoserne blev sænket, og centralbanken hævdede den styrende rente i et forgæves forsøg på at stoppe valutakursens fald. Brasilien haltede også bagefter. Udviklingen på aktiemarkedet var drevet af det tætte opgør om præsidentposten, som endte med, at Dilma Rousseff vandt knebent over Aécio Neves og således fik endnu en periode som landets præsident. Indien og Indonesien klarede sig derimod bedre end resten af regionen oven på valget af ledere, som ønsker vækst og vil føre en erhvervsvenlig politik.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast i 2014 var 0,53 procentpoint lavere end stigningen i benchmark. Overvægten af Indien bidrog

ANDELSKLASSENS PROFIL

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Juni 2006
Risikoindeksator [1-7]: 6
Benchmark: MSCI Emerging Markets inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0060042026
Porteføljeraðgiver: Aberdeen Asset Managers Limited

LANDEFORDELING

Indien	14,6%
Brasilien	11,4%
Hong Kong	10,4%
Mexico	7,2%
Syd Korea	6,4%
Øvrige inkl. likvide	50,0%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,61
Standardafvigelse	13,09
Tracking error	4,83
Information Ratio	0,68
Sharpe Ratio (benchm.)	0,35
Standardafvigelse (benchm.)	13,24
Active share	87,84

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

NYE MARKEDER – AKKUMULERENDE, KLASSE DKK

Andelsklasse under Nye Markeder – Akkumulerende KL

positivt til andelsklassens resultat, da markedet igen bød på stigninger oven på den kraftige tilbagegang i 2013. Udviklingen skyldtes en forbedring i landets betalingsbalance og håb om politiske forandringer, efter at det erhvervsvenlige parti Bharatiya Janata kom til magten. Det medførte, at mange af andelsklassens positioner gav pæne afkast. Blandt de væsentligste bidragsydere til resultatet var Housing Development Finance Corp (HDFC), ICICI Bank, Hero Moto-Corp og UltraTech Cement. ICICI Bank og boliglånsinstituttet HDFC steg på forhåbninger om højere udlånsvækst, mens UltraTech steg på forventninger om øgede investeringer i infrastruktur.

I Rusland var andelsklassens manglende eksponering mod de tunge navne i indekset som f.eks. Gazprom og Sberbank med til at løfte det relative afkast, selvom vores positioner i Lukoil og Magnit bidrog negativt.

Omvendt trak vores overvægt i Brasilien ned i resultatet, da genvalget af præsident Dilma Rousseff skuffede investorerne. Tilsvarende trak aktievalget også ned i resultatet, da mineselskabet Vales aktiekurs faldt som følge af lavere priser på jernmalm. Andelsklassens eksponering til Argentina via Tenaris bidrog ligeledes negativt til resultatet. Olie- og gasledningsproducenten kom under pres som følge af bekymringer om et fald i efterspørgslen, hvis olieprisen skulle falde yderligere.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Udsigten til en renteforhøjelse i USA og en stærkere dollar udgør nogle af de væsentligste risici. Når Fed til sin tid hæver renten, vil det formentlig udløse større udsving i markedet, da det nok vil reducere den globale likviditet og medføre kapitaludstrømning fra de nye markeder – særligt fra lande med underskud på betalingsbalancen som f.eks. Indien, hvor andelsklassen har en af sine største relative overvægtninger.

Der vil også være fokus på den mulige økonomiske opbremsning i Kina, da en følgevirkning heraf vil være, at der bliver lagt pres på råvareproducerende lande, ikke mindst Brasilien, hvor andelsklassen har en af sine største absolutte eksponeringer. Kina er Brasiliens største samhandelspartner. Da Brasiliens økonomi allerede var præget af træg aktivitet i 2014, kan investorernes tillid til markedet hurtigt forsvinde, hvis ikke regeringen begynder at føre en mere markedsvenlig finans- og pengepolitik.

Dertil kommer, at olieprisen er blevet halveret siden medio juni 2014, og prognoserne for den globale efterspørgsel er blevet nedjusteret ad flere omgange. Energisektoren, hvor andelsklassen har en af sine største relative overvægte, risikerer at komme under yderligere pres, hvis olieprisen holder

sig på et lavt niveau. På kort sigt ser udsigterne ikke så lyse ud, men vi fastholder overvægtningen, da vi i højere grad betragter denne sektor som en eksponering mod forbrugerne og derved nyder godt af et stigende indenlandsk forbrug af olie og gas og, i nogle tilfælde, af privatisering, omstrukturering og yderligere liberalisering af markedet.

Forventninger til markedet samt strategi

De nuværende udfordringer som f.eks. følgevirkningen af den mulige økonomiske opbremsning i Kina samt udsigten til en renteforhøjelse i USA og en stærkere dollar ventes at hæmme væksten på de nye markeder og påvirke kapitalstrømmene på den korte bane. Til trods for de lidt dystre udsigter er der dog grund til optimisme.

Normaliseringen af den amerikanske centralbanks pengepolitik er baseret på antagelsen om, at det økonomiske opsving i USA er holdbart. Det er godt nyt for eksporten fra de nye markeder og kan være med til at opveje noget af virkningen af afmatningen i Kina. En stærk amerikansk dollar er heller ikke nødvendigvis dårligt for de nye markeder. Man skal være opmærksom på, at den nuværende svækkelse af de nye markeds valutaer er et udtryk for dollarens styrke og ikke skyldes grundlæggende problemer i udviklingslandene

Omvendt bør investorerne med rette være bekymrede for, at de lavere råvare- og oliepriser peger mod forværrede udsigter for global vækst. Billigere olie bør dog gavne de nye markeder som helhed, da det er med til at lette presset på statsbudgettet og inflationen, hvilken igen øger sandsynligheden for en rentesækning.

De økonomiske reformer, der lanceres i nogle af de større udviklingslande, giver også grobund for optimisme, selvom det nok vil tage lang tid og blive besværligt at implementere dem. Indien og Indonesien har allerede reduceret de dyre brændstoftilskud, Kina har gennemført finansielle reformer, som åbner muligheden for et sundere økonomisk klima, og Mexico har gennemført omfattende ændringer inden for uddannelsessystemet og i landets finans-, tele- og energisektor. Andre lande vil føle et pres for at gennemføre tilsvarende tiltag for at fremme den økonomiske udvikling.

Blandt virksomhederne synes der kun at være svage tegn på en indtjeningsfremgang, og det seneste prisfald på olie og andre råvarer kan lægge yderligere pres på selskaber i energisektoren. Der er dog andre virksomheder på de nye markeder, som fortsat er lønsomme og har muligheder for driftsforbedringer. I lyset af den rabat, som aktier på de nye markeder handles til i forhold til tilsvarende aktier i den vestlige verden, samt den forventede stigning i virksomhedernes lønsomhed, er vi ganske optimistiske omkring udsigterne.

NYE MARKEDER – AKKUMULERENDE, KLASSE DKK

Andelsklasse under Nye Markeder – Akkumulerende KL

Dette udgangspunkt medfører ikke nødvendigvis nogen større omlægning af vores porteføljer eller investeringsproces, da vores strategi er at udvælge enkeltaktier. Vi har fortsat tiltro til, at vores selskaber kan klare sig igennem den nuværende afmatning og vil være godt positioneret, hvis den økonomiske udvikling vender.

Vi har fortsat primært overvægt af indenlandsk-orienterede virksomheder inden for f.eks. finans og konsumentvarer. Den finansielle sektor, som er repræsentant for økonomisk vækst, vil formentlig drage fordel af en voksende middelklasse samt på længere sigt af den lave udbredelse af finansielle produkter. Samtidig bør andelsklassens undervægt af den cykliske it-sektor med dens evigt forandrende forretningsmodeller og stadigt kortere produktlevetider give et godt bidrag til det relative resultat, da vi ikke forventer, at denne tendens vil ændre sig på længere sigt.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

NYE MARKEDER – AKKUMULERENDE, KLASSE DKK

Andelsklasse under Nye Markeder – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSEN

Denne note viser noteoplysninger, som er specifikke for den enkelte andelsklasse.

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	36,20	÷7,80	23,80	÷11,18	10,65
Benchmarkafkast (pct.)	27,32	÷15,92	16,86	÷6,82	11,18
Indre værdi (DKK pr. andel)	221,12	203,88	252,41	224,20	248,06
Nettoresultat (t.DKK)	185.663	÷73.486	187.559	÷115.628	107.780
Administrationsomkostninger (pct.)	1,41	1,50	1,49	1,55	1,56
ÅOP	1,80	1,87	0,00	1,88	1,87
Medlemmernes formue (t.DKK)	862.605	632.129	1.166.345	894.119	1.145.316
Antal andele	3.901.031	3.100.460	4.620.832	3.988.130	4.617.052
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014	1.1.-31.12.2013
Andel af resultat af fællesporteføljen	124.323	÷104.198
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	16.543	11.430
Klassens resultat	107.780	÷115.628
Finansielle instrumenter i pct	2014	2013
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2014	2013
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	894.119	1.166.345
Emissioner i året	321.407	119.479
Indløsninger i året	÷179.328	÷277.113
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	1.338	1.035
Overførsel af periodens resultat	107.780	÷115.628
Medlemmernes formue ultimo	1.145.316	894.119
Antal andele		
Andele primo året	3.988.130	4.620.832
Emissioner i året	1.393.222	497.783
Indløsninger i året	÷764.300	÷1.130.485
Andele ultimo året	4.617.052	3.988.130

NYE MARKEDER OBLIGATIONER

Investerer primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra emerging markets-landene. Hovedparten af afdelingens investeringer afdækkes mod danske kroner eller euro. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra lande i de nye markeder udstedt i USD, GBP, CAD, CHF, JPY eller EUR. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for disse obligationer. De nye markeder kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Afdelingen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, event-risici, nye markeder/emerging markets samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 4 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 5,48 pct., mens benchmarket steg med 6,91 pct. Afdelingens afkast var tilfreds-

stillende i forhold til benchmark og konkurrenter. Afdelingen mere end indfriele vores forventninger om et lavt, men positivt afkast, grundet faldende amerikanske renter.

Markedet

Efter at have været ude i alvorligt stormvejr i 2013 kom nye markeder obligationer udstedt i USD stærkt igen i første halvår af 2014. Det skyldtes bl.a. et højt og attraktivt renteniveau ved indgangen til 2014, en aftagende frygt for konsekvenserne af den varslede neddrøling af centralbankens likviditetsudpumpning i USA og tegn på bedring i de eksterne balancer i flere af de lande, der trak store negative overskrifter i 2013. Men mod årets slutning oplevede markedet et alvorligt tilbageslag udløst af kraftige fald i olieprisen, der i andet halvår næsten blev halveret. Slutresultatet blev, at nye markeder statsobligationer udstedt i USD, men valutasisikret over for DKK, kom ud af året med et afkast på 6,9 pct., hvilket kun var marginalt højere end afkastet på tilsvarende amerikanske statsobligationer. Set over hele året blev merrenten i forhold til amerikanske statsobligationer (kreditspændet) udvidet med 0,45 procentpoint til 3,55 pct. ved årets udgang.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 1,43 procentpoint lavere end benchmark. Landeallokeringen trak betydeligt ned i det relative afkast. Det skyldtes primært en relativt stor overvægt i Rusland, der grundet konflikten med Ukraine og de heraf affødte sanktioner fra vesten samt den kraftigt faldende oliepris endte med at give et negativt afkast på ca. 10 pct. Den negative effekt fra overvægten i Rusland blev kun delvist opvejet af positive effekter fra overvægtene i Slovenien og Sri Lanka og undervægten i Ukraine, der med et negativt afkast på næsten 30 pct., var det land, der sammen med Venezuela klarede sig aller dårligst i 2014.

Papirvalget i de enkelte lande trak derimod det relative afkast op. Dette gælder især papirvalget i Rusland, Mexico, Brasilien og Ungarn.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Oktober 2002
Risikoindikator [1-7]: 4
Benchmark: JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified. Hedged til DKK
Fondskode: DK0016209323
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	4,1%
1-3 år	11,3%
3-5 år	25,1%
5-10 år	45,0%
Over 10 år	15,3%
Øvrige inkl. likvide	-0,8%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,97
Standardafvigelse	7,38
Tracking error	1,42
Information Ratio	0,61
Sharpe Ratio (benchm.)	0,89
Standardafvigelse (benchm.)	7,03

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

NYE MARKEDER OBLIGATIONER

Rentefølsomheden påvirkede derimod det relative afkast negativt. I januar, hvor renterne på amerikanske statsobligationer faldt meget, havde afdelingen en mindre kursfølsomhed over for fald i de underliggende amerikanske statsrenter end benchmarket. I andet halvår havde afdelingen en noget større kursfølsomhed over for generelle ændringer af kreditspændene end benchmarket, og blev derfor hårdere ramt af den ganske store udvidelse af kreditspændene, der fandt sted mod årets slutning.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Afdelingen har en relativt lang gennemsnitlig løbetid og en deraf følgende stor følsomhed over for rentestigninger. Hvis væksten i USA overrasker positivt og fører til rentestigninger ud over, hvad der allerede er indregnet i den nuværende amerikanske rentekurve, kan det få en ikke ubetydelig negativ effekt på afkastet. Hvis den underliggende amerikanske rente stiger med ét procentpoint i 2015, og kreditspændene forbliver uændrede, vil det således resultere i et negativt afkast i afdelingen på ca. 1 pct.

De geopolitiske risici skal også fremhæves. Hvis den væbnede konflikt i Østukraine mellem regeringshæren og russisksindede separatister eskaleres, og Rusland til trods for forsikringer om det modsatte ender med at skride til en egentlig invasion, vil det utvivlsomt udløse yderligere kursfald på både russiske og ukrainske obligationer. Da obligationer fra de to lande til sammen udgør ca. 8 pct. af afdelingens formue, vil en sådan udvikling få en ikke uvæsentlig negativ effekt på afkastet i afdelingen.

Afdelingen har en ganske stor eksponering til energiproducerende lande som Rusland, Aserbajdsjan, Venezuela, Ecuador og Iraq. I tilfælde af yderligere, store fald i prisen på olie og gas risikerer obligationsmarkederne i de ovennævnte lande m.fl. at komme under yderligere pres.

Forventninger til markedet samt strategi

Med udsigt til relativt solid vækst i verdensøkonomien, fortsat ekstremt lave centralbankrenter og rigelig likviditet forventer vi, at jagten efter merrente vil fortsætte i 2015. I den sammenhæng forventer vi, at der vil være pæn efterspørgsel efter nye markeder obligationer udstedt i USD. For det første vurderer vi, at merrenten i forhold til amerikanske statsobligationer efter en markant stigning i slutningen af 2014 i sig selv er attraktiv, og for det andet er nye markeder obligationer set i et historisk perspektiv billige i forhold til virksomhedsobligationer i USA og Europa med samme kreditværdighed.

Da vi samtidig kun forventer en moderat stigning i de underliggende renter på amerikanske statsobligationer, vurderer vi, at der i 2015 er basis for et pænt positivt afkast på nye markeder obligationer udstedt i USD.

Men usikkerheden omkring den amerikanske renteutvikling er stor, ligesom der knytter sig betydelige risici til udviklingen i prisen på olie og andre råvarer og til den geopolitiske situation i Ukraine og Mellemøsten.

På den baggrund vil vi indtil videre bibeholde en højere kreditrisiko, dvs. følsomhed over for ændringer i kreditspændene, sammenlignet med benchmarket. Derimod agter vi at holde renterisikoen, dvs. eksponeringen over for ændringer i de underliggende amerikanske statsrenter, tæt på benchmarket.

Med hensyn til regionsallokeringen holder vi fast i overvægten i Europa på bekostning af især Asien og Mellemøsten.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

NYE MARKEDER OBLIGATIONER

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	597.034	503.432
2 Renteudgifter	9	3
I alt renter og udbytter	597.025	503.429
3 Kursgevinster og -tab:		
Obligationer	1.108.565	÷1.193.097
Afledte finansielle instr.	÷1.095.578	350.449
Valutakonti	1.629	÷36.470
Øvrige aktiver/passiver	23	9
4 Handelsomkostninger	÷319	÷233
I alt kursgevinster og -tab	14.320	÷879.342
I alt indtægter	611.344	÷375.913
5 Administrationsomkostninger	103.920	89.615
Resultat før skat	507.424	÷465.528
Skat	0	0
Årets nettoresultat	507.424	÷465.528
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	9.792	÷75.659
Overført fra sidste år	1.571	4.333
I alt formuebevægelser	11.362	÷71.326
Til disposition	518.786	÷536.854
6 Til rådighed for udlodning	23.107	180.056
Foreslået udlodning	18.139	178.486
Overført til udlodning næste år	4.968	1.571
Overført til formuen	495.679	÷716.911

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	174.222	36.904
I alt likvide midler	174.222	36.904
Obligationer:		
Not. obl. fra udl. udstedere	10.057.423	8.518.689
Unoterede obligationer	34.590	0
I alt obligationer	10.092.013	8.518.689
Afl. finansielle instr.:		
Unot. afl. finansielle instr.	23.244	119.651
I alt afledte finansielle instr.	23.244	119.651
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	173.425	155.763
Mellemvær: vedr. handelsaf v.	363	0
I alt andre aktiver	173.788	155.763
Aktiver i alt	10.463.267	8.831.007
PASSIVER		
7 Medlemmernes formue	10.153.205	8.782.573
Afledte finansielle instrumenter:		
Unot. afl. finansielle instr.	304.664	14.350
I alt afledte finansielle instr.	304.664	14.350
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	5.109	21.362
Mellemvær: vedr. handelsaf v.	289	12.723
I alt anden gæld	5.398	34.085
Passiver i alt	10.463.267	8.831.007

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	14,42	6,91	20,49	÷5,24	5,48
Benchmarkafkast (pct.)	11,77	7,30	16,54	÷5,78	6,91
Indre værdi (DKK pr. andel)	117,05	115,94	128,09	108,25	111,95
Nettoresultat (t.DKK)	339.810	174.898	1.240.089	÷465.528	507.424
Udbytte (DKK pr. andel)	8,75	10,00	13,90	2,20	0,20
Administrationsomkostninger (pct.)	1,02	1,02	1,03	1,00	1,04
ÅOP	1,30	1,32	1,29	1,33	1,34
Omsætningshastighed (antal gange)	0,54	0,21	0,23	0,22	0,57
Medlemmernes formue (t.DKK)	2.998.394	4.609.977	9.318.273	8.782.573	10.153.205
Antal andele	25.616.349	39.762.445	72.574.834	81.129.925	90.693.834
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

NYE MARKEDER OBLIGATIONER

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE (FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	2	2
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	596.358	503.431
Unoterede obligationer	432	0
Andre renteindtægter	242	+1
I alt renteindtægter	597.034	503.432

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2014	2013
Andre renteudgifter	9	3
I alt renteudgifter	9	3

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	1.105.626	+1.193.097
Unoterede obligationer	2.939	0
Terminforretninger/futures m.m.	+1.103.982	351.938
Renteforretninger	8.404	+1.489
Valutakonti	1.629	+36.470
Øvrige aktiver/passiver	23	9
Handelsomkostninger	+319	+233
I alt kursgevinster og -tab	14.320	+879.342

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	+321	+279
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	3	45
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+319	+233

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	64
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	54
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	36
Markedsføringsomkostninger	0	0	22.052	2.116
Gebyrer til depotselskab	0	0	4.540	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	14.777	161
Øvrige omkostninger	848	301	688	689
Managementhonorar	89.883	0	42.779	0
Fast administrationshonorar	12.888	0	1.660	0
I alt opdelte adm.omk.	103.619	301	86.496	3.119
I alt adm.omkostninger		103.920		89.615

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsenteringen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne m.v., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 6: TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	597.025	503.429
Kursgevinst til udlodning	+481.360	411.950
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	103.920	89.615
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	9.792	+75.659
Fremførbare tab fra sidste år	0	+574.382
Udlodning overført fra sidste år	1.571	4.333
I alt til rådighed for udlodning, netto	23.107	180.056

NOTE 7: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	81.129.925	8.782.573	72.574.824	9.318.273
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		+178.486		+1.008.790
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		+17.126		32.339
Emissioner i året	17.397.568	1.912.613	20.647.975	2.268.188
Indløsninger i året	+7.833.659	+867.569	+12.092.874	+1.373.743
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		13.776		11.834
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		+9.792		75.659
Overført til udlodning fra sidste år		+1.571		+4.333
Overført til udlodning næste år		4.968		1.571
Foreslået udlodning		18.139		178.486
Overførsel af periodens resultat		495.679		+716.911
I alt medlemmernes formue	90.693.834	10.153.205	81.129.925	8.782.573

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,1	97,0
Øvrige finansielle instrumenter	+2,4	1,2
I alt finansielle instrumenter	96,6	98,2
Øvrige aktiver og passiver	3,4	1,8
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallevej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

NYE MARKEDER OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL



Investerer primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra emerging markets-landene. Valutarisikoen er begrænset, da andelsklasserne valutaafdækkes mod deres udstedelsesvaluta. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingen udbydes i fire andelsklasser:

- Emerging Markets Debt Hard Currency, osuuslaji EUR W h
- Emerging Markets Debt Hard Currency – Accumulating, class EUR h
- Nye Markeder Obligasjon, klasse NOK h
- Tillväxtmarknadsobligationer, klass SEK h

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på de følgende sider.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes også på de følgende sider.

Nøgletal for indre værdier, afkast og omkostninger m.m. beregnes for hver klasse.

NYE MARKEDER OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	327.331	130.322
2 Renteudgifter	30	4
I alt renter og udbytter	327.301	130.318
3 Kursgevinster og -tab:		
Obligationer	642.680	÷317.213
Afledte finansielle instr.	÷703.705	98.116
Valutakonti	÷46.593	÷18.895
Øvrige aktiver/passiver	÷111	89
4 Handelsomkostninger	÷194	÷57
I alt kursgevinster og -tab	÷107.923	÷237.960
I alt indtægter	219.378	÷107.642
5 Administrationsomkostninger	59.748	22.717
Resultat før skat	159.630	÷130.360
Skat	0	0
Årets nettoresultat	159.630	÷130.360
Overført til formuen	159.630	÷130.360

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	56.274	62.365
I alt likvide midler	56.274	62.365
Obligationer:		
Not. obl. fra udl. udstedere	4.987.601	2.778.274
Unoterede obligationer	23.270	0
I alt obligationer	5.010.871	2.778.274
Afl. finansielle instr.:		
Unot. afl. finansielle instr.	26.115	38.196
I alt afledte finansielle instr.	26.115	38.196
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	84.473	49.921
Mellemvær: vedr. handelsafv.	60.678	4.634
I alt andre aktiver	145.151	54.555
Aktiver i alt	5.238.410	2.933.389
PASSIVER		
6 Medlemmernes formue	5.039.351	2.922.412
Afledte finansielle instrumenter:		
Unot. afl. finansielle instr.	196.699	4.515
I alt afledte finansielle instr.	196.699	4.515
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	2.359	6.463
I alt anden gæld	2.359	6.463
Passiver i alt	5.238.410	2.933.389

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Nettoresultat (t.DKK)*	-	3.356	273.074	÷130.360	159.630
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	0,16	0,30	0,00	0,27
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	596.066	2.269.285	2.922.412	5.039.351

* 2011 dækker en periode på mindre end 12 måneder

NYE MARKEDER OBLIGATIONER – AKKUMULERENDE KL

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE (FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	36	÷ 148
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	326.835	130.470
Unoterede obligationer	331	0
Andre renteindtægter	129	0
I alt renteindtægter	327.331	130.322

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2014	2013
Andre renteudgifter	30	4
I alt renteudgifter	30	4

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	640.509	÷ 317.213
Unoterede obligationer	2.171	0
Terminforretninger/futures m.m.	÷ 724.509	97.754
Renteforretninger	20.804	362
Valutakonti	÷ 46.593	÷ 18.895
Øvrige aktiver/passiver	÷ 111	89
Handelsomkostninger	÷ 194	÷ 57
I alt kursgevinster og -tab	÷ 107.923	÷ 237.960

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷ 203	÷ 181
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	9	124
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷ 194	÷ 57

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	16
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	13
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	9
Markedsføringsomkostninger	0	0	5.659	526
Gebyrer til depotselskab	0	0	1.123	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	3.683	43
Øvrige omkostninger	284	102	83	161
Managementhonorar	51.204	0	10.986	0
Fast administrationshonorar	8.159	0	415	0
I alt opdelte adm.omk.	59.647	102	21.950	768
I alt adm.omkostninger		59.748		22.717

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne m.v., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 6: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo		2.922.412		2.269.285
Emissioner i året		5.053.869		1.973.746
Indløsninger i året		÷ 3.141.603		÷ 1.203.514
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		45.044		13.254
Overførsel af periodens resultat		159.630		÷ 130.360
I alt medlemmernes formue		5.039.351		2.922.412

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,0	95,1
Øvrige finansielle instrumenter	÷ 2,9	1,2
I alt finansielle instrumenter	96,0	96,3
Øvrige aktiver og passiver	4,0	3,8
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallevej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

EMERGING MARKETS DEBT HARD CURRENCY, OSUUSLAJI EUR W H

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra lande i de nye markeder udstedt i USD, GBP, CAD, CHF, JPY eller EUR. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for disse obligationer. De nye markeder kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, event-risici, nye markeder/emerging markets samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Fra andelsklassens start den 22. maj 2014 gav andelsklassen et negativt afkast på 0,42 pct. i EUR, mens benchmark i samme periode steg 0,07 pct. i EUR. Andelsklassen indfrie ikke vores forventninger fra halvårsrapporten om et positivt afkast i andet halvår 2014.

Markedet

Mod årets slutning oplevede markedet et alvorligt tilbageslag udløst af kraftige fald i olieprisen, der i andet halvår næsten blev halveret. Resultatet blev, at nye markeder statsobligationer udstedt i USD, men valutasikret over for DKK, klarede sig væsentligt dårligere end tilsvarende amerikanske statsobligationer, idet merrenten (kreditspændet) på obligationerne i nye markeder i perioden fra andelsklassens start blev udvidet med næsten trekvart procentpoint til 3,55 pct. ved årets udgang.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,49 procentpoint lavere end benchmark. Landeallokeringen trak samlet set betydeligt ned i det relative afkast. Det skyldtes primært en relativt stor overvægt i Rusland, der grundet konflikten med Ukraine og de heraf affødte sanktioner fra Vesten samt den kraftigt faldende oliepris var blandt de lande, der klarede sig dårligst. Men også overvægten i et andet land, der er meget afhængig af sin olieproduktion, nemlig Venezuela, samt en stor undervægt i Libanon gav betydelige negative bidrag til performance. Til gengæld var der relativt set et stort positivt bidrag fra vores undervægt i Ukraine, der var det land, der sammen med Venezuela klarede sig aller dårligst i perioden. Også overvægten i Slovenien gav et pænt positivt bidrag til performance.

Papirvalget i de enkelte lande trak derimod det relative afkast op. Dette gælder især papirvalget i Rusland, Venezuela, Ukraine og Mexico.

Rentefølsomheden påvirkede derimod det relative afkast negativt. I andet halvår havde andelsklassen en noget større kursfølsomhed over for generelle ændringer af kreditspændene end benchmark, og blev derfor hårdere ramt af den ganske store udvidelse af kreditspændene, der fandt sted mod årets slutning.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Andelsklassen har en relativt lang gennemsnitlig løbetid og en deraf følgende stor følsomhed over for rentestigninger.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Maj 2014
Risikoindikator [1-7]: 4
Benchmark: JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified. Hedged til EUR
Fondskode: DK0060549863
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	5,1%
1-3 år	10,5%
3-5 år	26,7%
5-10 år	45,7%
Over 10 år	13,2%
Øvrige inkl. likvide	-1,2%

EMERGING MARKETS DEBT HARD CURRENCY, OSUUSLAJI EUR W H

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

Hvis væksten i USA overrasker positivt og fører til rentestigninger ud over, hvad der allerede er indregnet i den nuværende amerikanske rentekurve, kan det få en ikke ubetydelig negativ effekt på afkastet. Hvis den underliggende amerikanske rente stiger med ét procentpoint i 2015, og kreditspændene forbliver uændrede, vil det således resultere i et negativt afkast i andelsklassen på ca. 1 pct.

De geopolitiske risici skal også fremhæves. Hvis den væbnede konflikt i Østukraine mellem regeringshæren og russisksindede separatister eskaleres, og Rusland til trods for forsikringer om det modsatte ender med at udvikle sig til en egentlig invasion, vil det utvivlsomt udløse yderligere kursfald på både russiske og ukrainske obligationer. Da obligationer fra de to lande tilsammen udgør ca. 8 pct. af afdelingens formue, vil en sådan udvikling få en ikke uvæsentlig negativ effekt på afkastet i andelsklassen.

Andelsklassen har en ganske stor eksponering til energi-producerende lande som Rusland, Aserbajdsjan, Venezuela, Ecuador og Irak. I tilfælde af yderligere store fald i prisen på olie og gas risikerer obligationsmarkederne i de ovennævnte lande m.fl. at komme under yderligere pres.

Forventninger til markedet samt strategi

Med udsigt til relativt solid vækst i verdensøkonomien, fortsat ekstremt lave centralbankrenter og rigelig likviditet forventer vi, at jagten efter merrente vil fortsætte i 2015. I den sammenhæng forventer vi, at der vil være pæn efterspørgsel efter nye markeder obligationer udstedt i USD. For det første vurderer vi, at merrenten i forhold til amerikanske statsobligationer efter en markant stigning i slutningen af 2014 i sig selv er attraktiv, og for det andet er nye markeder obligationer set i et historisk perspektiv billige i forhold til virksomhedsobligationer i USA og Europa med samme kreditværdighed.

Da vi samtidig kun forventer en moderat stigning i de underliggende renter på amerikanske statsobligationer, vurderer vi, at der i 2015 er basis for et pænt positivt afkast på nye markeder obligationer udstedt i USD.

Men usikkerheden omkring den amerikanske renteutvikling er stor, ligesom der knytter sig betydelige risici til udviklingen i prisen på olie og andre råvarer og til den geopolitiske situation i Ukraine og Mellemøsten.

På den baggrund vil vi indtil videre bibeholde en højere kreditrisiko, dvs. følsomhed over for ændringer i kreditspændene, sammenlignet med benchmarket. Derimod agter vi at holde renterisikoen, dvs. eksponeringen over for ændringer i de underliggende amerikanske statsrenter, tæt på benchmarket.

Med hensyn til regionsallokeringen holder vi fast i overvægten i Europa på bekostning af især Asien og Mellemøsten.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

EMERGING MARKETS DEBT HARD CURRENCY, OSUUSLAJI EUR W H

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer - Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSEN

Denne note viser noteoplysninger, som er specifikke for den enkelte andelsklasse.

NØGLETAL	-	-	-	-	2014
Afkast i EUR (pct.)*	-	-	-	-	÷0,42
Benchmarkafkast i EUR (pct.)*	-	-	-	-	0,07
Indre værdi (EUR pr. andel)	-	-	-	-	9,96
Nettoresultat (t. DKK)*	-	-	-	-	÷20.907
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	1,04
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	-	895.533
Antal andele	-	-	-	-	12.077.228
Stykstørrelse i EUR	-	-	-	-	10

* 2014 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	22.5.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷ 15.104
Klassenspecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	5.803
Klassens resultat	÷20.907
Finansielle instrumenter i pct	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0
Medlemmernes formue	2014
Formueværdi i 1.000 DKK	
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i året	1.397.445
Indløsninger i året	÷491.233
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	10.228
Overførsel af periodens resultat	÷20.907
Medlemmernes formue ultimo	895.533
Antal andele	
Andele primo året	0
Emissioner i året	18.546.283
Indløsninger i året	÷6.469.055
Andele ultimo året	12.077.228

EMERGING MARKETS DEBT HARD CURRENCY – ACC. CLASS EUR H

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra lande i de nye markeder udstedt i USD, GBP, CAD, CHF, JPY eller EUR. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for disse obligationer. De nye markeder kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, event-risici, nye markeder/emerging markets samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2014 et afkast på 6,01 pct. i EUR, mens benchmark steg 7,09 pct. i EUR. Andelsklassens afkast var tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. Andelsklassen mere end indfrie vores forventninger om et lavt, men positivt afkast, grundet faldende renter.

Markedet

Efter at have været ude i alvorligt stormvejr i 2013 kom nye markeder obligationer udstedt i USD stærkt igen i første halvår af 2014. Det skyldtes bl.a. et højt og attraktivt renteniveau ved indgangen til 2014, en aftagende frygt for konsekvenserne af den varslede neddrøbling af centralbankens likviditetsudpumpning i USA og tegn på bedring i de eksterne balancer i flere af de lande, der trak store negative overskrifter i 2013. Men mod årets slutning oplevede markedet et alvorligt tilbageslag udløst af kraftige fald i olieprisen, der i andet halvår næsten blev halveret. Slutresultatet blev, at nye markeder statsobligationer udstedt i USD, men valutasisikret over for DKK, kom ud af året med et afkast på 6,9 pct., hvilket kun var marginalt højere end afkastet på tilsvarende amerikanske statsobligationer. Set over hele året blev merrenten i forhold til amerikanske statsobligationer (kreditspændet) udvidet med 0,45 procentpoint til 3,55 pct. ved årets udgang.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 1,08 procentpoint lavere end benchmark. Landeallokeringen trak betydeligt ned i det relative afkast. Det skyldtes primært en relativt stor overvægt i Rusland, der grundet konflikten med Ukraine og de heraf affødte sanktioner fra Vesten samt den kraftigt faldende oliepris endte med at give et negativt afkast på ca. 10 pct. Den negative effekt fra overvægten i Rusland blev kun delvist opvejet af positive effekter fra overvægtene i Slovenien og Sri Lanka og undervægten i Ukraine, der med et negativt afkast på næsten 30 pct., var det land, der sammen med Venezuela klarede sig dårligst i 2014.

Papirvalget i de enkelte lande trak derimod det relative afkast op. Dette gælder især papirvalget i Rusland, Mexico, Brasilien og Ungarn.

Rentefølsomheden påvirkede derimod det relative afkast negativt. I januar, hvor renterne på amerikanske statsobligationer faldt meget, havde andelsklassen en mindre kursfølsomhed over for fald i de underliggende amerikanske stats-

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: August 2011
Risikoindikator [1-7]: 4
Benchmark: JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified. Hedged til EUR
Fondskode: DK0060294429
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	5,1%
1-3 år	10,5%
3-5 år	26,7%
5-10 år	45,7%
Over 10 år	13,2%
Øvrige inkl. likvide	-1,2%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,69
Standardafvigelse	8,15
Tracking error	1,48
Information Ratio	0,73
Sharpe Ratio (benchm.)	0,59
Standardafvigelse (benchm.)	7,71

Måleperiode: Aug. 2011 til dec. 2014

EMERGING MARKETS DEBT HARD CURRENCY – ACC. CLASS EUR H

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

renter end benchmark. I andet halvår havde andelsklassen en noget større kursfølsomhed over for generelle ændringer af kreditspændene end benchmark og blev derfor hårdere ramt af den ganske store udvidelse af kreditspændene, der fandt sted mod årets slutning.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Andelsklassen har en relativt lang gennemsnitlig løbetid og en deraf følgende stor følsomhed over for rentestigninger. Hvis væksten i USA overrasker positivt og fører til rentestigninger ud over, hvad der allerede er indregnet i den nuværende amerikanske rentekurve, kan det få en ikke ubetydelig negativ effekt på afkastet. Hvis den underliggende amerikanske rente stiger med ét procentpoint i 2015, og kreditspændene forbliver uændrede, vil det således resultere i et negativt afkast i andelsklassen på ca. 1 pct.

De geopolitiske risici skal også fremhæves. Hvis den væbnede konflikt i Østukraine mellem regeringshæren og russiskindede separatister eskaleres, og Rusland til trods for forsikringer om det modsatte ender med at udvikle sig til en egentlig invasion, vil det utvivlsomt udløse yderligere kursfald på både russiske og ukrainske obligationer. Da obligationer fra de to lande tilsammen udgør ca. 8 pct. af afdelingens formue, vil en sådan udvikling få en ikke uvæsentlig negativ effekt på afkastet i andelsklassen.

Andelsklassen har en ganske stor eksponering til energi-producerende lande som Rusland, Aserbajdsjan, Venezuela, Ecuador og Irak. I tilfælde af yderligere store fald i prisen på olie og gas risikerer obligationsmarkederne i de ovennævnte lande m.fl. at komme under yderligere pres.

Forventninger til markedet samt strategi

Med udsigt til relativt solid vækst i verdensøkonomien, fortsat ekstremt lave centralbankrenter og rigelig likviditet forventer vi, at jagten efter merrente vil fortsætte i 2015. I

den sammenhæng forventer vi, at der vil være pæn efterspørgsel efter nye markeder obligationer udstedt i USD. For det første vurderer vi, at merrenten i forhold til amerikanske statsobligationer efter en markant stigning i slutningen af 2014 i sig selv er attraktiv, og for det andet er nye markeder obligationer set i et historisk perspektiv billige i forhold til virksomhedsobligationer i USA og Europa med samme kreditværdighed.

Da vi samtidig kun forventer en moderat stigning i de underliggende renter på amerikanske statsobligationer, vurderer vi, at der i 2015 er basis for et pænt positivt afkast på nye markeder obligationer udstedt i USD.

Men usikkerheden omkring den amerikanske renteutvikling er stor, ligesom der knytter sig betydelige risici til udviklingen i prisen på olie og andre råvarer og til den geopolitiske situation i Ukraine og Mellemøsten.

På den baggrund vil vi indtil videre bibeholde en højere kreditrisiko, dvs. følsomhed over for ændringer i kreditspændene, sammenlignet med benchmarket. Derimod agter vi at holde renterisikoen, dvs. eksponeringen over for ændringer i de underliggende amerikanske statsrenter, tæt på benchmarket.

Med hensyn til regionsallokeringen holder vi fast i overvægten i Europa på bekostning af især Asien og Mellemøsten.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

EMERGING MARKETS DEBT HARD CURRENCY – ACC. CLASS EUR H

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSEN

Denne note viser noteoplysninger, som er specifikke for den enkelte andelsklasse.

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast i EUR (pct.)*	-	0,52	20,97	÷4,53	6,01
Benchmarkafkast i EUR (pct.)*	-	0,51	16,82	÷5,58	7,09
Indre værdi (EUR pr. andel)	-	10,05	12,16	11,61	12,31
Nettoresultat (t. DKK)*	-	3.356	272.824	÷110.846	242.021
Administrationsomkostninger (pct.)	-	1,14	1,02	1,00	1,04
ÅOP	-	1,54	1,28	1,30	1,34
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	596.066	2.247.898	2.452.523	2.512.760
Antal andele	-	7.978.230	24.777.492	28.318.724	27.421.755
Styktørrelse i EUR	-	10	10	10	10

* 2011 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014	1.1.-31.12.2013
Andel af resultat af fællesporteføljen	282.903	÷95.064
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	40.882	15.783
Klassens resultat	242.021	÷110.846
Finansielle instrumenter i pct	2014	2013
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2014	2013
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	2.452.523	2.247.898
Emissioner i året	2.307.305	1.495.991
Indløsninger i året	÷2.515.798	÷1.191.783
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	26.709	11.263
Overførsel af periodens resultat	242.021	÷110.846
Medlemmernes formue ultimo	2.512.760	2.452.523
Antal andele		
Andele primo året	28.318.724	24.777.492
Emissioner i året	25.977.073	17.356.365
Indløsninger i året	÷26.874.042	÷13.815.133
Andele ultimo året	27.421.755	28.318.724

NYE MARKEDER OBLIGASJON, KLASSE NOK H

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra lande i de nye markeder udstedt i USD, GBP, CAD, CHF, JPY eller EUR. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for disse obligationer. De nye markeder kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativ usikker økonomisk udvikling samt et obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, event-risici, nye markeder/emerging markets samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2014 et afkast på 7,49 pct. i NOK, mens benchmarket steg med 8,34 pct. i NOK. Andelsklassens afkast var tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. Andelsklassen mere end indfrie vores forventninger om et lavt, men positivt afkast, grundet faldende renter.

Markedet

Efter at have været ude i alvorligt stormvejr i 2013 kom nye markeder obligationer udstedt i USD stærkt igen i første halvår af 2014. Det skyldtes bl.a. et højt og attraktivt renteniveau ved indgangen til 2014, en aftagende frygt for konsekvenserne af den varslede neddrøling af centralbankens likviditetsudpumpning i USA og tegn på bedring i de eksterne balancer i flere af de lande, der trak store negative overskrifter i 2013. Men mod årets slutning oplevede markedet et alvorligt tilbageslag udløst af kraftige fald i olieprisen, der i andet halvår næsten blev halveret. Slutresultatet blev, at nye markeder statsobligationer udstedt i USD, men valutasisikret over for DKK, kom ud af året med et afkast på 6,9 pct., hvilket kun var marginalt højere end afkastet på tilsvarende amerikanske statsobligationer. Set over hele året blev merrenten i forhold til amerikanske statsobligationer (kreditspændet) udvidet med 0,45 procentpoint til 3,55 pct. ved årets udgang.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,85 procentpoint lavere end benchmark. Landeallokeringen trak betydeligt ned i det relative afkast. Det skyldtes primært en relativt stor overvægt i Rusland, der grundet konflikten med Ukraine og de heraf affødte sanktioner fra Vesten samt den kraftigt faldende oliepris endte med at give et negativt afkast på ca. 10 pct. Den negative effekt fra overvægten i Rusland blev kun delvist opvejet af positive effekter fra overvægtene i Slovenien og Sri Lanka og undervægten i Ukraine, der med et negativt afkast på næsten 30 pct., var det land, der sammen med Venezuela klarede sig dårligst i 2014.

Papirvalget i de enkelte lande trak derimod det relative afkast op. Dette gælder især papirvalget i Rusland, Mexico, Brasilien og Ungarn.

Rentefølsomheden påvirkede derimod det relative afkast negativt. I januar, hvor renterne på amerikanske statsobligationer faldt meget, havde andelsklassen en mindre kursfølsomhed over for fald i de underliggende amerikanske statsrenter end benchmark. I andet halvår havde andelsklassen

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Oktober 2013
Risikoindikator [1-7]: 4
Benchmark: JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified. Hedged til NOK
Fondskode: DK0060517662
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	5,4%
1-3 år	10,9%
3-5 år	27,9%
5-10 år	47,7%
Over 10 år	13,8%
Øvrige inkl. likvide	-5,7%

NYE MARKEDER OBLIGASJON, KLASSE NOK H

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

en noget større kursfølsomhed over for generelle ændringer af kreditspændene end benchmark og blev derfor hårdere ramt af den ganske store udvidelse af kreditspændene, der fandt sted mod årets slutning.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Andelsklassen har en relativt lang gennemsnitlig løbetid og en deraf følgende stor følsomhed over for rentestigninger. Hvis væksten i USA overrasker positivt og fører til rentestigninger ud over, hvad der allerede er indregnet i den nuværende amerikanske rentekurve, kan det få en ikke ubetydelig negativ effekt på afkastet. Hvis den underliggende amerikanske rente stiger med ét procentpoint i 2015, og kreditspændene forbliver uændrede, vil det således resultere i et negativt afkast i andelsklassen på ca. 1 pct.

De geopolitiske risici skal også fremhæves. Hvis den væbnede konflikt i Østukraine mellem regeringshæren og russiskindede separatister eskaleres, og Rusland til trods for forsikringer om det modsatte ender med at udvikle sig til en egentlig invasion, vil det utvivlsomt udløse yderligere kursfald på både russiske og ukrainske obligationer. Da obligationer fra de to lande tilsammen udgør ca. 8 pct. af afdelingens formue, vil en sådan udvikling få en ikke uvæsentlig negativ effekt på afkastet i andelsklassen.

Andelsklassen har en ganske stor eksponering til energi-producerende lande som Rusland, Aserbajdsjan, Venezuela, Ecuador og Irak. I tilfælde af yderligere store fald i prisen på olie og gas risikerer obligationsmarkederne i de ovennævnte lande m.fl. at komme under yderligere pres.

Forventninger til markedet samt strategi

Med udsigt til relativt solid vækst i verdensøkonomien, fortsat ekstremt lave centralbankrenter og rigelig likviditet forventer vi, at jagten efter merrente vil fortsætte i 2015. I

den sammenhæng forventer vi, at der vil være pæn efterspørgsel efter nye markeder obligationer udstedt i USD. For det første vurderer vi, at merrenten i forhold til amerikanske statsobligationer efter en markant stigning i slutningen af 2014 i sig selv er attraktiv, og for det andet er nye markeder obligationer set i et historisk perspektiv billige i forhold til virksomhedsobligationer i USA og Europa med samme kreditværdighed.

Da vi samtidig kun forventer en moderat stigning i de underliggende renter på amerikanske statsobligationer, vurderer vi, at der i 2015 er basis for et pænt positivt afkast på nye markeder obligationer udstedt i USD.

Men usikkerheden omkring den amerikanske renteutvikling er stor, ligesom der knytter sig betydelige risici til udviklingen i prisen på olie og andre råvarer og til den geopolitiske situation i Ukraine og Mellemøsten.

På den baggrund vil vi indtil videre bibeholde en højere kreditrisiko, dvs. følsomhed over for ændringer i kreditspændene, sammenlignet med benchmarket. Derimod agter vi at holde renterisikoen, dvs. eksponeringen over for ændringer i de underliggende amerikanske statsrenter, tæt på benchmarket.

Med hensyn til regionsallokeringen holder vi fast i overvægten i Europa på bekostning af især Asien og Mellemøsten.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

NYE MARKEDER OBLIGASJON, KLASSE NOK H

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSEN

Denne note viser noteoplysninger, som er specifikke for den enkelte andelsklasse.

NØGLETAL	-	-	-	2013	2014
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	÷0,82	7,49
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	÷1,03	8,34
Indre værdi (NOK pr. andel)	-	-	-	99,09	106,52
Nettoresultat (t. DKK)*	-	-	-	÷245	÷18.536
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	1,09	1,10
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	109.778	391.577
Antal andele	-	-	-	1.241.404	4.478.923
Stykstørrelse i NOK	-	-	-	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014	31.10.-31.12.2013
Andel af resultat af fællesporteføljen	21.068	658
Klassespecifikke transaktioner:		
Terminsforetninger	÷35.892	÷771
Administrationsomkostninger	3.712	132
Klassens resultat	÷18.536	÷245
Finansielle instrumenter i pct	2014	2013
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2014	2013
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	109.778	0
Emissioner i året	313.633	109.828
Indløsninger i året	÷14.947	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	1.647	195
Overførsel af periodens resultat	÷18.536	÷245
Medlemmernes formue ultimo	391.577	109.778
Antal andele		
Andele primo året	1.241.404	0
Emissioner i året	3.394.760	1.241.404
Indløsninger i året	÷157.241	0
Andele ultimo året	4.478.923	1.241.404

TILLVÄXTMARKNADSOBLIGATIONER, KLASS SEK H

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra lande i de nye markeder udstedt i USD, GBP, CAD, CHF, JPY eller EUR. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for disse obligationer. De nye markeder kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativ usikker økonomisk udvikling samt et obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, event-risici, nye markeder/emerging markets samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2014 et afkast på 6,70 pct. i SEK, mens benchmarket steg med 7,59 pct. i SEK. Andelsklassens afkast var tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. Andelsklassen mere end indfriele vores forventninger om et lavt, men positivt afkast, grundet faldende renter.

Markedet

Efter at have været ude i alvorligt stormvejr i 2013 kom nye markeder obligationer udstedt i USD stærkt igen i første halvår af 2014. Det skyldtes bl.a. et højt og attraktivt renteniveau ved indgangen til 2014, en aftagende frygt for konsekvenserne af den varslede neddrøbling af centralbankens likviditetsudpumpning i USA og tegn på bedring i de eksterne balancer i flere af de lande, der trak store negative overskrifter i 2013. Men mod årets slutning oplevede markedet et alvorligt tilbageslag udløst af kraftige fald i olieprisen, der i andet halvår næsten blev halveret. Slutresultatet blev, at nye markeder statsobligationer udstedt i USD, men valutasisikret over for DKK, kom ud af året med et afkast på 6,9 pct., hvilket kun var marginalt højere end afkastet på tilsvarende amerikanske statsobligationer. Set over hele året blev merrenten i forhold til amerikanske statsobligationer (kreditspændet) udvidet med 0,45 procentpoint til 3,55 pct. ved årets udgang.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,89 procentpoint lavere end benchmark. Landeallokeringen trak betydeligt ned i det relative afkast. Det skyldtes primært en relativt stor overvægt i Rusland, der grundet konflikten med Ukraine og de heraf affødte sanktioner fra Vesten samt den kraftigt faldende oliepris endte med at give et negativt afkast på ca. 10 pct. Den negative effekt fra overvægten i Rusland blev kun delvist opvejet af positive effekter fra overvægtene i Slovenien og Sri Lanka og undervægten i Ukraine, der med et negativt afkast på næsten 30 pct., var det land, der sammen med Venezuela klarede sig dårligst i 2014.

Papirvalget i de enkelte lande trak derimod det relative afkast op. Dette gælder især papirvalget i Rusland, Mexico, Brasilien og Ungarn.

Rentefølsomheden påvirkede derimod det relative afkast negativt. I januar, hvor renterne på amerikanske statsobligationer faldt meget, havde andelsklassen en mindre kursfølsomhed over for fald i de underliggende amerikanske stats-

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: December 2012
Risikoindeksator [1-7]: 4
Benchmark: JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified. Hedged til SEK
Fondskode: DK0060486090
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	5,3%
1-3 år	10,7%
3-5 år	27,4%
5-10 år	46,8%
Over 10 år	13,5%
Øvrige inkl. likvide	-3,7%

TILLVÄXTMARKNADSOBLIGATIONER, KLASS SEK H

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

renter end benchmark. I andet halvår havde andelsklassen en noget større kursfølsomhed over for generelle ændringer af kreditspændene end benchmark og blev derfor hårdere ramt af den ganske store udvidelse af kreditspændene, der fandt sted mod årets slutning.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Andelsklassen har en relativt lang gennemsnitlig løbetid og en deraf følgende stor følsomhed over for rentestigninger. Hvis væksten i USA overrasker positivt og fører til rentestigninger ud over, hvad der allerede er indregnet i den nuværende amerikanske rentekurve, kan det få en ikke ubetydelig negativ effekt på afkastet. Hvis den underliggende amerikanske rente stiger med ét procentpoint i 2015, og kreditspændene forbliver uændrede, vil det således resultere i et negativt afkast i andelsklassen på ca. 1 pct.

De geopolitiske risici skal også fremhæves. Hvis den væbnede konflikt i Østukraine mellem regeringshæren og russiskindede separatister eskaleres, og Rusland til trods for forsikringer om det modsatte ender med at udvikle sig til en egentlig invasion, vil det utvivlsomt udløse yderligere kursfald på både russiske og ukrainske obligationer. Da obligationer fra de to lande tilsammen udgør ca. 8 pct. af afdelingens formue, vil en sådan udvikling få en ikke uvæsentlig negativ effekt på afkastet i andelsklassen.

Andelsklassen har en ganske stor eksponering til energi-producerende lande som Rusland, Aserbajdsjan, Venezuela, Ecuador og Irak. I tilfælde af yderligere store fald i prisen på olie og gas risikerer obligationsmarkederne i de ovennævnte lande m.fl. at komme under yderligere pres.

Forventninger til markedet samt strategi

Med udsigt til relativt solid vækst i verdensøkonomien, fortsat ekstremt lave centralbankrenter og rigelig likviditet

forventer vi, at jagten efter merrente vil fortsætte i 2015. I den sammenhæng forventer vi, at der vil være pæn efterspørgsel efter nye markeder obligationer udstedt i USD. For det første vurderer vi, at merrenten i forhold til amerikanske statsobligationer efter en markant stigning i slutningen af 2014 i sig selv er attraktiv, og for det andet er nye markeder obligationer set i et historisk perspektiv billige i forhold til virksomhedsobligationer i USA og Europa med samme kreditværdighed.

Da vi samtidig kun forventer en moderat stigning i de underliggende renter på amerikanske statsobligationer, vurderer vi, at der i 2015 er basis for et pænt positivt afkast på nye markeder obligationer udstedt i USD.

Men usikkerheden omkring den amerikanske renteutvikling er stor, ligesom der knytter sig betydelige risici til udviklingen i prisen på olie og andre råvarer og til den geopolitiske situation i Ukraine og Mellemøsten.

På den baggrund vil vi indtil videre bibeholde en højere kreditrisiko, dvs. følsomhed over for ændringer i kreditspændene, sammenlignet med benchmarket. Derimod agter vi at holde renterisikoen, dvs. eksponeringen over for ændringer i de underliggende amerikanske statsrenter, tæt på benchmarket.

Med hensyn til regionsallokeringen holder vi fast i overvægten i Europa på bekostning af især Asien og Mellemøsten.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

TILLVÄXTMARKNADSOBLIGATIONER, KLASS SEK H

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSEN

Denne note viser noteoplysninger, som er specifikke for den enkelte andelsklasse.

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast i SEK (pct.)*	-	-	0,63	÷3,62	6,70
Benchmarkafkast i SEK (pct.)*	-	-	-	÷4,66	7,59
Indre værdi (SEK pr. andel)	-	-	100,63	96,99	103,49
Nettoresultat (t. DKK)*	-	-	250	÷19.269	÷42.948
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	1,07	1,09	1,09
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	21.387	360.110	1.239.481
Antal andele	-	-	244.302	4.404.501	15.235.909
Stykstørrelse i SEK	-	-	100	100	100

* 2012 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014	1.1.-31.12.2013
Andel af resultat af fællesporteføljen	28.338	÷6.351
Klassespecifikke transaktioner:		
Terminsforetninger	÷62.187	÷10.923
Administrationsomkostninger	9.099	1.996
Klassens resultat	÷42.948	÷19.269
Finansielle instrumenter i pct	2014	2013
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2014	2013
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	360.110	21.387
Emissioner i året	1.035.486	367.928
Indløsninger i året	÷119.625	÷11.731
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	6.459	1.796
Overførsel af periodens resultat	÷42.948	÷19.269
Medlemmernes formue ultimo	1.239.481	360.110
Antal andele		
Andele primo året	4.404.501	244.302
Emissioner i året	12.283.411	4.301.492
Indløsninger i året	÷1.452.003	÷141.292
Andele ultimo året	15.235.909	4.404.501

NYE MARKEDER OBLIGATIONER LOKAL VALUTA

Investerer primært i statsobligationer fra emerging markets-landene udstedt i lokal valuta. Hovedparten af afdelingens valutaeksponering, der direkte eller indirekte er knyttet til dollar, vil blive afdækket mod danske kroner eller Euro. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra lande i de nye markeder udstedt i lokal valuta. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for disse obligationer. De nye markeder kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder.

Hovedparten af afdelingens valutaeksponering, der direkte eller indirekte er knyttet til USD, vil blive afdækket mod DKK. Afdelingen påvirkes derfor kun af udsving i lokale valutaer. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre valuta ud af landet eller kan gøre det med kort varsel. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, valuta, event-risici, nye markeder emerging markets samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er

afdelingen placeret i kategori 4 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 2,81 pct., mens benchmark steg 2,95 pct. Afdelingens afkast var tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. Afdelingen indfrie vores forventninger om et lavt positivt afkast grundet fallende renter.

Markedet

Markedet gav et afkast på 2,95 pct. i 2014. Indonesien, Tyrkiet og Thailand gav de tre højeste afkast, mens Rusland, Colombia og Ungarn gav de tre laveste afkast. Investorernes usikkerhed om russiske aktiver i 2014 skyldtes konflikten i Ukraine og bred politisk uro, mens der i Thailand stort set ingen effekt kunne ses på valuta- og obligationsmarkederne efter statskuppet. Selvom der i 2014 blev afholdt 25 valg i de nye markeder, opstod der ikke uroligheder i det omfang, som markedet ellers havde frygtet. Dette var med til at dæmpe usikkerheden omkring de kommende renteforhøjelser i USA og begrænsede samtidig den fornyede usikkerhed om den amerikanske centralbanks neddrøsling af sine obligationsopkøb, da de amerikanske obligationer klarede sig godt. Det var derimod det uventede markante olieprisfald, der havde den største effekt på markederne, og det kunne ses i december månedsafkast, som var årets laveste.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,14 procentpoint lavere end benchmark. Medvirkende til det lavere afkast var blandt andet afdelingens beholdning af tyrkiske lire, som var den position der trak mest ned i det relative afkast. Der var positive bidrag til afdelingens relative afkast både fra obligationsvalg og valuta. Inden for obligationsvalget kom det største bidrag til det relative afkast i Brasilien og Mexico. Afdelingens undervægt af obligationer udstedt i Indonesien og Malaysia trak imidlertid det relative afkast ned. Inden for valutavalg gav afdelingens kortsigtede position i russiske rubler og overvægten af mexicanske peso de største bidrag til det relative afkast.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Februar 2007
Risikoindeksator [1-7]: 4
Benchmark: JP Morgan Global Bond Index - Emerging Markets Diversified, den implicitte USD risiko er hedged til EUR
Fondskode: DK0060073252
Porteføljerådgiver: Goldman Sachs Asset Management International

VARIGHEDER

0-1 år	7,2%
1-3 år	13,6%
3-5 år	27,3%
5-10 år	34,6%
Over 10 år	5,5%
Øvrige inkl. likvide	11,8%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,38
Standardafvigelse	9,00
Tracking error	1,05
Information Ratio	-0,49
Sharpe Ratio (benchm.)	0,43
Standardafvigelse (benchm.)	8,96

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

NYE MARKEDER OBLIGATIONER LOKAL VALUTA

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den seneste tids fald i råvarepriserne udgør en stor risiko for nogle af de nye markeder, og udviklingen kan skabe såvel vindere som tabere med hensyn til obligationskurser, afhængig af niveauet for de enkelte landes energieksport og -import. Mange lande er afhængige af deres olieeksport og rammes hårdt af de lavere energipriser, men samtidig er der andre nye markeder, som er blandt de mest afhængige af olieimport. Endvidere udgør netto-olieeksportørerne mindre end 30 pct. af de nye markeds samlede BNP, og det kunne således indikere, at væksten i de nye markeder samlet set bliver positivt påvirket af den lavere oliepris. Prisfaldet har dog øget presset på Colombia og Rusland, som begge allerede var presset af de gældende sanktioner og en uholdbar økonomisk politik. Flere vigtige lande og regioner blandt de nye markeder, herunder Indien, Tyrkiet, Sydafrika og Caribien er store råvareimportører og vil således nyde godt af den seneste udvikling. Med hensyn til afdelingens investeringer er en af de største risici, at olieprisen stiger igen, da det ville gavne nettoeksporterende lande som f.eks. Colombia, hvor vi fastholder en undervægt til valutaen. Vi fastholder vores positive syn på udvalgte landes obligationer fra de nye markeder, da de faldende råvarepriser vil lægge et stort nedadgående pres på fødevarer- og energipriserne og dermed på inflationen. Afdelingens overvægt af obligationer fra den Dominikanske Republik udstedt i lokal valuta vil således formentlig ikke give et positivt bidrag, hvis olieprisen stiger igen, da landet er nettoimportør af olie. Dette er afdelingens eneste position i lokal valuta uden for benchmark.

Valutapositionerne gav et blandet afkast i 2014, og det vil formentlig fortsætte i 2015 og understreger således behovet for nøje valutavalg og en dynamisk tilgang til valutastyring. Da politikerne anvender valutakurserne til at absorbere større chok, vil nogle valutaer måske blive ramt af den træge globale handel og et opsving anført af USA. Dette vil kombineret med faldende råvarepriser og en stærk dollar formentlig skabe stor spredning inden for såvel obligations- som valutamarkederne i de nye markeder. Svækkede valutaer kan med en gunstig effekt på inflationen fortsat godt forbedre betalingsbalancen i de nye markeder og gøre eksporten mere konkurrencedygtig, og det bør med tiden være med til at vende faldet i de nye markeds valutaer. Afdelingens største absolutte valutaposition og næststørste relative overvægtsposition er i mexicanske peso som følge af valutaens tætte bånd til amerikansk økonomi, som vi oplever økonomiske forbedringer. Skuffende vækst i amerikansk økonomi vil derfor kunne få en negativ indvirkning på denne position.

Vi forventer ikke, at de nye markeder står over for endnu en periode med markante kursfald, som det skete medio 2013 som følge af usikkerhed om den amerikanske centralbanks neddrøsling af sine obligationsopkøb. Store stigninger i de

amerikanske obligationsrenter udgør imidlertid en risiko for de nye markeder, da det risikerer at udløse kursfald for de lokale obligationer og deraf følgende usikkerhed omkring allokeringen mod aktivklassen.

Forventninger til markedet samt strategi

Efter blandede afkast i 2014 står lokale obligationer fra de nye markeder over for en række udfordringer, men den nuværende situation med lave obligationsrenter og lav inflation i de udviklede lande bør fortsat understøtte obligationer fra de nye markeder i lokal valuta. Forskellen i renten mellem obligationer fra de udviklede og de nye markeder blev udvidet mod slutningen af året oven på markante kursfald på obligationer fra de nye markeder, hvilket indikerer, at obligationer fra de nye markeder igen giver en attraktiv rente. På denne baggrund forventer vi, at obligationer fra de nye markeder i lokal valuta vil give moderat positive afkast i 2015, mens der er mere usikkerhed om udsigterne for valutaerne i de nye markeder i lyset af en stærkere dollar og den lavere oliepris.

I det nuværende marked er afdelingen positioneret mod forskellige temaer. For det første venter vi, at de lave råvarepriser, der hersker i øjeblikket, vil give både vindere og tabere på markedet. Vi har en overvægt i tyrkiske lira, som vi forventer vil give et positivt bidrag, da Tyrkiet er nettoimportør af olie. Vi fastholder også en undervægt af colombianske pesos, hvor vi venter en yderligere svækkelse i lyset af den nødvendige justering af landets betalingsbalance.

Der blev afholdt valg i mange af de nye markeder i 2014, som baner vejen for nye politiske dagsordener og struktur-reformer. Afdelingens største absolutte og relative position i lokal valuta er i Brasilien, hvor der blev indført et konservativt økonomisk kabinet oven på præsidentvalget i oktober. Det giver forhåbninger om en strammere udlånspolitik for de offentlige banker samt faldende renter. Afdelingens største relative valutaovervægt er i indiske rupees efter premierminister Modis valgsejr i 2014. Vi vurderer, at Modis regering har det, der skal til for at forbedre landets produktivitet og investeringsklima, hvilket bør øge væksten og tiltrække kapital til landet, hvilket vil føre til en styrkelse af rupeen.

Til trods for det seneste olieprisfald er Mexico fortsat tæt knyttet til amerikansk økonomi, og hvis USA klarer sig bedre end resten af de udviklede lande, bør det således smitte positivt af på Mexico. Afdelingen har derfor overvægtet mexicanske pesos, som vi forventer vil styrkes som følge af en stigning i kapitalstrømmene og investeringerne fremover. Omvendt er den lave inflation i Europa og de fortsatte lem-pelser fra ECB afspejlet i en overvægt af ungarske obligationer i lokal valuta, som udgør den næststørste aktive position efter Brasilien. Trods flere rentesænkninger fra landets cen-

NYE MARKEDER OBLIGATIONER LOKAL VALUTA



tralbank oplever Ungarn fortsat lav inflation og økonomisk aktivitet, så vi ser et potentiale for yderligere rentesænkninger, som endnu ikke er prissat af markedet.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

NYE MARKEDER OBLIGATIONER LOKAL VALUTA

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	346.539	469.954
2 Renteudgifter	0	55
I alt renter og udbytter	346.539	469.900
3 Kursgevinster og -tab:		
Obligationer	÷98.791	÷1.836.090
Afledte finansielle instr.	÷375.994	186.923
Valutakonti	202.301	66.029
Øvrige aktiver/passiver	1.218	÷111
4 Handelsomkostninger	÷1.406	÷6.189
I alt kursgevinster og -tab	÷272.672	÷1.589.438
I alt indtægter	73.867	÷1.119.538
5 Administrationsomkostninger	63.944	89.655
Resultat før skat	9.923	÷1.209.194
6 Skat	571	3.490
Årets nettoresultat	9.352	÷1.212.684
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	÷442.419	26.642
Overført fra sidste år	÷45.955	0
I alt formuebevægelser	÷488.374	26.642
Til disposition	÷479.022	÷1.186.042
7 Til rådighed for udlodning	÷880.112	÷45.955
Overført til udlodning næste år	÷880.112	÷45.955
Overført til formuen	401.090	÷1.140.086

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	298.863	338.443
I alt likvide midler	298.863	338.443
Obligationer:		
Not. obl. fra udl. udstedere	5.850.185	5.550.918
Unoterede obligationer	26.619	0
I alt obligationer	5.876.804	5.550.918
Afl. finansielle instr.:		
Unot. afl. finansielle instr.	104.806	114.257
I alt afledte finansielle instr.	104.806	114.257
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	112.919	109.188
Mellemvær. vedr. handelsafv.	6	10.444
I alt andre aktiver	112.925	119.632
Aktiver i alt	6.393.398	6.123.250
PASSIVER		
8 Medlemmernes formue	6.237.948	6.011.881
Afledte finansielle instrumenter:		
Unot. afl. finansielle instr.	136.671	87.816
I alt afledte finansielle instr.	136.671	87.816
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	3.137	20.249
Mellemvær. vedr. handelsafv.	15.641	3.305
I alt anden gæld	18.779	23.554
Passiver i alt	6.393.398	6.123.250

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	19,59	÷1,28	14,99	÷12,84	2,81
Benchmarkafkast (pct.)	19,64	÷0,21	15,37	÷11,84	2,95
Indre værdi (DKK pr. andel)	117,91	107,77	120,43	97,11	99,83
Nettoresultat (t.DKK)	445.400	÷113.343	1.030.051	÷1.212.684	9.352
Udbytte (DKK pr. andel)	8,75	3,25	9,25	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,05	1,08	1,09	1,00	1,09
ÅOP	1,44	1,45	1,41	1,39	1,36
Omsætningshastighed (antal gange)	0,32	0,37	0,49	0,94	1,06
Medlemmernes formue (t.DKK)	4.744.116	5.342.546	8.157.470	6.011.881	6.237.948
Antal andele	40.235.230	49.572.377	67.735.675	61.909.846	62.485.078
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

NYE MARKEDER OBLIGATIONER LOKAL VALUTA

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE (FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	376	1.363
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	340.808	468.318
Unoterede obligationer	1.763	0
Andre renteindtægter	3.592	273
I alt renteindtægter	346.539	469.954

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2014	2013
Andre renteudgifter	0	55
I alt renteudgifter	0	55

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	÷102.585	÷1.836.090
Unoterede obligationer	3.794	0
Terminforretninger/futures m.m.	÷375.994	184.744
Renteforretninger	0	2.179
Valutakonti	202.301	66.029
Øvrige aktiver/passiver	1.218	÷111
Handelsomkostninger	÷1.406	÷6.189
I alt kursgevinster og -tab	÷272.672	÷1.589.438

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷2.055	÷9.189
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	649	3.000
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷1.406	÷6.189

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013		
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	63
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	54
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	36
Markedsføringsomkostninger	0	0	22.603	2.115
Gebyrer til depotselskab	0	0	4.632	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	13.306	161
Øvrige omkostninger	587	205	729	698
Managementhonorar	55.676	0	43.558	0
Fast administrationshonorar	7.476	0	1.701	0
I alt opdelte adm.omk.	63.739	205	86.529	3.127
I alt adm.omkostninger		63.944		89.655

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsenteringen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne m.v., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 6: SKAT I 1.000 DKK	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	571	3.490
I alt skat	571	3.490

NOTE 7: TIL RÅDGIGHED FOR UDLØDNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	346.539	469.900
Ikke refunderbar udbytteskat	÷571	÷3.490
Kursgevinst til udlodning	÷741.588	÷515.000
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	63.944	89.655
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	÷442.419	26.642
Fremførbare tab fra sidste år	0	÷4.534
Udlodning overført fra sidste år	÷45.955	0
I alt til rådighed for udlodning, brutto	÷947.938	÷116.138

Negativ rådighedsbeholdning som ikke overføres til næste år	÷67.826	÷70.183
I alt til rådighed for udlodning, netto	÷880.112	÷45.955

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele i 1.000 DKK	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele i 1.000 DKK	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	61.909.846	6.011.881	67.735.675	8.157.470
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		0		÷626.555
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		0		÷68.400
Emissioner i året	28.724.376	2.973.216	34.402.423	3.779.330
Indløsninger i året	÷28.149.144	÷2.774.505	÷40.228.252	÷4.056.043
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		18.005		38.763
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		442.419		÷26.642
Overført til udlodning fra sidste år		45.955		0
Overført til udlodning næste år		÷880.112		÷45.955
Overførsel af periodens resultat		401.090		÷1.140.086
I alt medlemmernes formue	62.485.078	6.237.948	61.909.846	6.011.881

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	93,8	92,3
Øvrige finansielle instrumenter	÷0,1	0,4
I alt finansielle instrumenter	93,7	92,7
Øvrige aktiver og passiver	6,3	7,2
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

NYE MARKEDER OBL. LOKAL VALUTA – AKKUMULERENDE KL

Investerer primært i statsobligationer fra emerging markets-landene udstedt i lokal valuta. Hovedparten af afdelingens valutaeksponering, der direkte eller indirekte er knyttet til dollar, vil blive afdækket mod euro. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingen udbydes i to andelsklasser:

- Kehittyvät Korkomarkkinat, paikallisvaluutta, osuuslaji EUR
- Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende, klasse DKK

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på de følgende sider.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes også på de følgende sider.

NYE MARKEDER OBL. LOKAL VALUTA – AKKUMULERENDE KL

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014	21.1.-31.12.2013
	1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	83.168	10.078
2 Renteudgifter	9	8
I alt renter og udbytter	83.159	10.070
3 Kursgevinster og -tab:		
Obligationer	÷93.921	÷43.430
Afledte finansielle instr.	÷139.352	2.596
Valutakonti	72.847	÷122
Øvrige aktiver/passiver	607	÷1
4 Handelsomkostninger	÷356	÷213
I alt kursgevinster og -tab	÷160.174	÷41.169
I alt indtægter	÷77.015	÷31.099
5 Administrationsomkostninger	17.202	1.977
Resultat før skat	÷94.217	÷33.077
6 Skat	271	93
Årets nettoresultat	÷94.488	÷33.170
Overført til formuen	÷94.488	÷33.170

BALANCE

	31.12.2014	31.12.2013
	1.000 DKK	1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	149.119	26.926
I alt likvide midler	149.119	26.926
Obligationer:		
Not. obl. fra udl. udstedere	2.643.402	126.459
Unoterede obligationer	31.206	0
I alt obligationer	2.674.608	126.459
Afl. finansielle instr.:		
Unot. afl. finansielle instr.	44.284	2.558
I alt afledte finansielle instr.	44.284	2.558
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	49.021	2.675
Mellemvær. vedr. handelsaf v.	251	0
I alt andre aktiver	49.272	2.675
Aktiver i alt	2.917.283	158.619
PASSIVER		
7 Medlemmernes formue	2.826.118	156.137
Afledte finansielle instrumenter:		
Unot. afl. finansielle instr.	83.731	1.973
I alt afledte finansielle instr.	83.731	1.973
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	1.538	509
Mellemvær. vedr. handelsaf v.	5.896	0
I alt anden gæld	7.434	509
Passiver i alt	2.917.283	158.619

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	-	-	-	2013	2014
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	÷33.170	÷94.488
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	0,81	0,74
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	156.137	2.826.118

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

NYE MARKEDER OBL. LOKAL VALUTA – AKKUMULERENDE KL

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE (FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	105	35
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	82.383	10.036
Unoterede obligationer	700	0
Andre renteindtægter	÷20	6
I alt renteindtægter	83.168	10.078

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2014	2013
Andre renteudgifter	9	8
I alt renteudgifter	9	8

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	÷95.095	÷43.430
Unoterede obligationer	1.174	0
Terminforretninger/futures m.m.	÷139.352	2.565
Renteforretninger	0	31
Valutakonti	72.847	÷122
Øvrige aktiver/passiver	607	÷1
Handelsomkostninger	÷356	÷213
I alt kursgevinster og -tab	÷160.174	÷41.169

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷767	÷382
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	410	170
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷356	÷213

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	1
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	1
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	1
Markedsføringsomkostninger	0	0	462	43
Gebyrer til depotselskab	0	0	128	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	218	6
Øvrige omkostninger	42	5	5	20
Managementhonorar	14.695	0	1.060	0
Fast administrationshonorar	2.459	0	32	0
I alt opdelte adm.omk.	17.197	5	1.906	71
I alt adm.omkostninger		17.202		1.977

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne m.v., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab gjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 6: SKAT I 1.000 DKK	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	271	93
I alt skat	271	93

NOTE 7: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	156.137	0	0	0
Emissioner i året	2.869.446	3.832.806	285.870	285.870
Indløsninger i året	÷113.504	÷1.438.099	÷97.810	÷97.810
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	8.528		1.246	
Overførsel af periodens resultat	÷94.488		÷33.170	
I alt medlemmernes formue	2.826.118	2.394.707	156.137	156.137

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	91,2	81,0
§144a - Nyemitterede	2,3	0,0
Øvrige finansielle instrumenter	÷0,3	0,4
I alt finansielle instrumenter	93,2	81,4
Øvrige aktiver og passiver	6,8	18,6
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

KEHITTYVÄT KORKOMARKKINAT, PAIKALLISVALUUTTA, OSUUSLAJI EUR

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra lande i de nye markeder udstedt i lokal valuta. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for disse obligationer. De nye markeder kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativ usikker økonomisk udvikling samt et obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder.

Hovedparten af andelsklassens valutaeksponering, der direkte eller indirekte er knyttet til USD, vil blive afdækket mod EUR. Andelsklassen påvirkes derfor kun af udsving i lokale valutaer. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre valuta ud af landet eller kan gøre det med kort varsel. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, valuta, event-risici, nye markeder emerging markets samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2014 et afkast på 3,04 pct. i EUR, mens benchmark steg 3,14 pct. i EUR. Andelsklassens afkast var tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. Andelsklassen indfrie vores forventninger om et lavt positivt afkast grundet faldende renter.

Markedet

Markedet gav et afkast på 2,95 pct. i 2014. Indonesien, Tyrkiet og Thailand gav de tre højeste afkast, mens Rusland, Colombia og Ungarn gav de tre laveste afkast. Investorernes usikkerhed om russiske aktiver i 2014 skyldtes konflikten i Ukraine og bred politisk uro, mens der i Thailand stort set ingen effekt kunne ses på valuta- og obligationsmarkederne efter statskuppet. Selvom der i 2014 blev afholdt 25 valg i de nye markeder, opstod der ikke uroligheder i det omfang, som markedet ellers havde frygtet. Dette var med til at dæmpe usikkerheden omkring de kommende renteforhøjelser i USA og begrænsede samtidig den fornyede usikkerhed om den amerikanske centralbanks neddrøsling af sine obligationsopkøb, da de amerikanske obligationer klarede sig godt. Det var derimod det uventede markante olieprisfald, der havde den største effekt på markederne, og det kunne ses i december månedsafkast, som var årets laveste.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,10 procentpoint lavere end benchmark. Medvirkende til det lavere afkast var blandt andet afdelingens beholdning af tyrkiske lire, som var den position der trak mest ned i det relative afkast. Der var positive bidrag til afdelingens relative afkast både fra obligationsvalg og valuta. Inden for obligationsvalget kom det største bidrag til det relative afkast i Brasilien og Mexico. Afdelingens undervægt af obligationer udstedt i Indonesien og Malaysia trak imidlertid det relative afkast ned. Inden for valutavalg gav afdelingens kortsigtede position i russiske rubler og overvægten af mexicanske peso de største bidrag til det relative afkast.

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Januar 2013
Risikoindeksator [1-7]: 4
Benchmark: JP Morgan Global Bond Index - Emerging Markets Diversified, den implicitte USD risiko er hedged til EUR
Fondskode: DK0060485522
Porteføljerådgiver: Goldman Sachs Asset Management International

VARIGHEDER

0-1 år	8,6%
1-3 år	11,7%
3-5 år	25,0%
5-10 år	38,1%
Over 10 år	4,6%
Øvrige inkl. likvide	12,0%

KEHITTYVÄT KORKOMARKKINAT, PAIKALLISVALUUTTA, OSUUSLAJI EUR

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende KL

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den seneste tids fald i råvarepriserne udgør en stor risiko for nogle af de nye markeder, og udviklingen kan skabe såvel vindere som tabere med hensyn til obligationskurser, afhængig af niveauet for de enkelte landes energieksport og -import. Mange lande er afhængige af deres olieeksport og rammes hårdt af de lavere energipriser, men samtidig er der andre nye markeder, som er blandt de mest afhængige af olieimport. Endvidere udgør netto-olieeksportørerne mindre end 30 pct. af de nye markeds samlede BNP, og det kunne således indikere, at væksten i de nye markeder samlet set bliver positivt påvirket af den lavere oliepris. Prisfaldet har dog øget presset på Colombia og Rusland, som begge allerede var presset af de gældende sanktioner og en uholdbar økonomisk politik. Flere vigtige lande og regioner blandt de nye markeder, herunder Indien, Tyrkiet, Sydafrika og Caribien er store råvareimportører og vil således nyde godt af den seneste udvikling. Med hensyn til afdelingens investeringer er en af de største risici, at olieprisen stiger igen, da det ville gavne nettoeksporterende lande som f.eks. Colombia, hvor vi fastholder en undervægt til valutaen. Vi fastholder vores positive syn på udvalgte landes obligationer fra de nye markeder, da de faldende råvarepriser vil lægge et stort nedadgående pres på fødevarer- og energipriserne og dermed på inflationen. Afdelingens overvægt af obligationer fra den Dominikanske Republik udstedt i lokal valuta vil således formentlig ikke give et positivt bidrag, hvis olieprisen stiger igen, da landet er nettoimportør af olie. Dette er afdelingens eneste position i lokal valuta uden for benchmark.

Valutapositionerne gav et blandet afkast i 2014, og det vil formentlig fortsætte i 2015 og understreger således behovet for nøje valutavalg og en dynamisk tilgang til valutastyring. Da politikerne anvender valutakurserne til at absorbere større chok, vil nogle valutaer måske blive ramt af den træge globale handel og et opsving anført af USA. Dette vil kombineret med faldende råvarepriser og en stærk dollar formentlig skabe stor spredning inden for såvel obligations- som valutamarkederne i de nye markeder. Svækkede valutaer kan med en gunstig effekt på inflationen fortsat godt forbedre betalingsbalancen i de nye markeder og gøre eksporten mere konkurrencedygtig, og det bør med tiden være med til at vende faldet i de nye markeds valutaer. Afdelingens største absolutte valutaposition og næststørste relative overvægtsposition er i mexicanske peso som følge af valutaens tætte bånd til amerikansk økonomi, som vi oplever økonomiske forbedringer. Skuffende vækst i amerikansk økonomi vil derfor kunne få en negativ indvirkning på denne position.

Vi forventer ikke, at de nye markeder står over for endnu en periode med markante kursfald, som det skete medio 2013 som følge af usikkerhed om den amerikanske centralbanks

neddrosling af sine obligationsopkøb. Store stigninger i de amerikanske obligationsrenter udgør imidlertid en risiko for de nye markeder, da det risikerer at udløse kursfald for de lokale obligationer og deraf følgende usikkerhed omkring allokeringen mod aktivklassen.

Forventninger til markedet samt strategi

Efter blandede afkast i 2014 står lokale obligationer fra de nye markeder over for en række udfordringer, men den nuværende situation med lave obligationsrenter og lav inflation i de udviklede lande bør fortsat understøtte obligationer fra de nye markeder i lokal valuta. Forskellen i renten mellem obligationer fra de udviklede og de nye markeder blev udvidet mod slutningen af året oven på markante kursfald på obligationer fra de nye markeder, hvilket indikerer, at obligationer fra de nye markeder igen giver en attraktiv rente. På denne baggrund forventer vi, at obligationer fra de nye markeder i lokal valuta vil give moderat positive afkast i 2015, mens der er mere usikkerhed om udsigterne for valutaerne i de nye markeder i lyset af en stærkere dollar og den lavere oliepris.

I det nuværende marked er afdelingen positioneret mod forskellige temaer. For det første venter vi, at de lave råvarepriser, der hersker i øjeblikket, vil give både vindere og tabere på markedet. Vi har en overvægt i tyrkiske lira, som vi forventer vil give et positivt bidrag, da Tyrkiet er nettoimportør af olie. Vi fastholder også en undervægt af colombianske pesos, hvor vi venter en yderligere svækkelse i lyset af den nødvendige justering af landets betalingsbalance.

Der blev afholdt valg i mange af de nye markeder i 2014, som baner vejen for nye politiske dagsordener og struktur-reformer. Afdelingens største absolutte og relative position i lokal valuta er i Brasilien, hvor der blev indført et konservativt økonomisk kabinet oven på præsidentvalget i oktober. Det giver forhåbninger om en strammere udlånspolitik for de offentlige banker samt faldende renter. Afdelingens største relative valutaovervægt er i indiske rupees efter premierminister Modis valgsejr i 2014. Vi vurderer, at Modis regering har det, der skal til for at forbedre landets produktivitet og investeringsklima, hvilket bør øge væksten og tiltrække kapital til landet, hvilket vil føre til en styrkelse af rupeen.

Til trods for det seneste olieprisfald er Mexico fortsat tæt knyttet til amerikansk økonomi, og hvis USA klarer sig bedre end resten af de udviklede lande, bør det således smitte positivt af på Mexico. Afdelingen har derfor overvægtet mexicanske pesos, som vi forventer vil styrkes som følge af en stigning i kapitalstrømmene og investeringerne fremover. Omvendt er den lave inflation i Europa og de fortsatte lem-pelser fra ECB afspejlet i en overvægt af ungarske obligatio-

KEHITTYVÄT KORKOMARKKINAT, PAIKALLISVALUUTTA, OSUUSLAJI EUR

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende KL

ner i lokal valuta, som udgør den næststørste aktive position efter Brasilien. Trods flere rentesænkninger fra landets centralbank oplever Ungarn fortsat lav inflation og økonomisk aktivitet, så vi ser et potentiale for yderligere rentesænkninger, som endnu ikke er prissat af markedet.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

KEHITTYVÄT KORKOMARKKINAT, PAIKALLISVALUUTTA, OSUUSLAJI EUR

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSEN

Denne note viser noteoplysninger, som er specifikke for den enkelte andelsklasse.

NØGLETAL	-	-	-	2013	2014
Afkast i EUR (pct.)*	-	-	-	÷12,60	3,04
Benchmarkafkast i EUR (pct.)*	-	-	-	÷11,87	3,14
Indre værdi (EUR pr. andel)	-	-	-	8,74	9,01
Nettoresultat (t. DKK)*	-	-	-	÷33.170	÷45.676
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	1,13	1,14
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	156.137	1.258.208
Antal andele	-	-	-	2.394.707	18.763.809
Stykstørrelse i EUR	-	-	-	10	10

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014	21.1.-31.12.2013
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷393	÷35.346
Klassespecifikke transaktioner:		
Terminsforetninger	÷37.984	3.805
Administrationsomkostninger	7.299	1.629
Klassens resultat	÷45.676	÷33.170
Finansielle instrumenter i pct	2014	2013
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2014	2013
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	156.137	0
Emissioner i året	1.256.573	285.870
Indløsninger i året	÷113.458	÷97.810
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	4.633	1.246
Overførsel af periodens resultat	÷45.676	÷33.170
Medlemmernes formue ultimo	1.258.208	156.137
Antal andele		
Andele primo året	2.394.707	0
Emissioner i året	18.059.616	3.832.806
Indløsninger i året	÷1.690.514	÷1.438.099
Andele ultimo året	18.763.809	2.394.707

NYE MARKEDER OBL. LOKAL VALUTA – AKK., KLASSE DKK

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra lande i de nye markeder udstedt i lokal valuta. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for disse obligationer. De nye markeder kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativ usikker økonomisk udvikling samt et obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder.

Hovedparten af andelsklassens valutaeksponering, der direkte eller indirekte er knyttet til USD, vil blive afdækket mod EUR. Andelsklassen påvirkes derfor kun af udsving i lokale valutaer. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre valuta ud af landet eller kan gøre det med kort varsel. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, valuta, event-risici, nye markeder emerging markets samt modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav siden start d. 8. april 2014 et negativt afkast på 0,52 pct., mens benchmark i samme periode steg

0,37 pct. Andelsklassens afkast var mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. Andelsklassen indfrieede ikke vores forventninger om et lavt positivt afkast.

Markedet

Markedet gav siden 8. april 2014 et afkast på 0,37 pct. Filipinerne, Thailand og Tyrkiet gav de tre højeste afkast, mens Rusland, Colombia og Polen gav de tre laveste.

Investorenes usikkerhed om russiske aktiver i 2014 skyldtes konflikten i Ukraine og bred politisk uro, mens der i Thailand stort set ingen effekt kunne ses på valuta- og obligationsmarkederne efter statskuppet. Selvom der i 2014 blev afholdt 25 valg i de nye markeder, opstod der ikke uroligheder i det omfang, som markedet ellers havde frygtet. Dette var med til at dæmpe usikkerheden omkring de kommende renteforhøjelser i USA og begrænsede samtidig den fornyede usikkerhed om den amerikanske centralbanks neddrøsling af sine obligationsopkøb, da de amerikanske obligationer klarede sig godt. Det var derimod det uventede markante olieprisfald, der havde den største effekt på markederne, og det kunne ses i december måneds afkast, som var årets laveste.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,89 procentpoint lavere end benchmark. Medvirkende til det lavere afkast var blandt andet andelsklassens beholdning af tyrkiske lire, som var den position der trak mest ned i det relative afkast. Der var positive bidrag til afdelingens relative afkast fra obligationsvalg, hvor det største bidrag til det relative afkast kom fra Brasilien og Mexico. Andelsklassens undervægt af obligationer udstedt i Polen og Indonesien trak imidlertid det relative afkast ned. Inden for valutavalg gav andelsklassens overvægt i indiske rupee og mexicanske peso de største bidrag til det relative afkast.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den seneste tids fald i råvarepriserne udgør en stor risiko for nogle af de nye markeder, og udviklingen kan skabe såvel vindere som tabere med hensyn til obligationskurser, afhængig af niveauet for de enkelte landes energieksport og -import. Mange lande er afhængige af deres olieeksport og

ANDELSKLASSENS PROFIL

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: April 2014
Risikoindikator [1-7]: 4
Benchmark: JP Morgan Global Bond Index - Emerging Markets Diversified, den implicitte USD risiko er hedged til EUR
Fondskode: DK0060548899
Porteføljerådgiver: Goldman Sachs Asset Management International

VARIGHEDER

0-1 år	8,6%
1-3 år	11,7%
3-5 år	25,0%
5-10 år	38,1%
Over 10 år	4,6%
Øvrige inkl. likvide	12,0%

NYE MARKEDER OBL. LOKAL VALUTA – AKK., KLASSE DKK

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende KL

rammes hårdt af de lavere energipriser, men samtidig er der andre nye markeder, som er blandt de mest afhængige af olieimport. Endvidere udgør netto-olieeksportørerne mindre end 30 pct. af de nye markeders samlede BNP, og det kunne således indikere, at væksten i de nye markeder samlet set bliver positivt påvirket af den lavere oliepris. Prisfaldet har dog øget presset på Colombia og Rusland, som begge allerede var presset af de gældende sanktioner og en uholdbar økonomisk politik. Flere vigtige lande og regioner blandt de nye markeder, herunder Indien, Tyrkiet, Sydafrika og Caribien er store råvareimportører og vil således nyde godt af den seneste udvikling. Med hensyn til afdelingens investeringer er en af de største risici, at olieprisen stiger igen, da det ville gavne nettoeksporterende lande som f.eks. Colombia, hvor vi fastholder en undervægt til valutaen. Vi fastholder vores positive syn på udvalgte landes obligationer fra de nye markeder, da de faldende råvarepriser vil lægge et stort nedadgående pres på fødevarer- og energipriserne og dermed på inflationen. Afdelingens overvægt af obligationer fra den Dominikanske Republik udstedt i lokal valuta vil således formentlig ikke give et positivt bidrag, hvis olieprisen stiger igen, da landet er nettoimportør af olie. Dette er afdelingens eneste position i lokal valuta uden for benchmark.

Valutapositionerne gav et blandet afkast i 2014, og det vil formentlig fortsætte i 2015 og understreger således behovet for nøje valutavalg og en dynamisk tilgang til valutastyring. Da politikerne anvender valutakurserne til at absorbere større chok, vil nogle valutaer måske blive ramt af den træge globale handel og et opsving anført af USA. Dette vil kombineret med faldende råvarepriser og en stærk dollar formentlig skabe stor spredning inden for såvel obligations- som valutamarkedene i de nye markeder. Svækkede valutaer kan med en gunstig effekt på inflationen fortsat godt forbedre betalingsbalancen i de nye markeder og gøre eksporten mere konkurrencedygtig, og det bør med tiden være med til at vende faldet i de nye markeders valutaer. Afdelingens største absolutte valutaposition og næststørste relative overvægtsposition er i mexicanske peso som følge af valutaens tætte bånd til amerikansk økonomi, som vi oplever økonomiske forbedringer. Skuffende vækst i amerikansk økonomi vil derfor kunne få en negativ indvirkning på denne position.

Vi forventer ikke, at de nye markeder står over for endnu en periode med markante kursfald, som det skete medio 2013 som følge af usikkerhed om den amerikanske centralbanks neddrøsling af sine obligationsopkøb. Store stigninger i de amerikanske obligationsrenter udgør imidlertid en risiko for de nye markeder, da det risikerer at udløse kursfald for de lokale obligationer og deraf følgende usikkerhed omkring allokeringen mod aktivklassen.

Forventninger til markedet samt strategi

Efter blandede afkast i 2014 står lokale obligationer fra de nye markeder over for en række udfordringer, men den nuværende situation med lave obligationsrenter og lav inflation i de udviklede lande bør fortsat understøtte obligationer fra de nye markeder i lokal valuta. Forskellen i renten mellem obligationer fra de udviklede og de nye markeder blev udvidet mod slutningen af året oven på markante kursfald på obligationer fra de nye markeder, hvilket indikerer, at obligationer fra de nye markeder igen giver en attraktiv rente. På denne baggrund forventer vi, at obligationer fra de nye markeder i lokal valuta vil give moderat positive afkast i 2015, mens der er mere usikkerhed om udsigterne for valutaerne i de nye markeder i lyset af en stærkere dollar og den lavere oliepris.


I det nuværende marked er afdelingen positioneret mod forskellige temaer. For det første venter vi, at de lave råvarepriser, der hersker i øjeblikket, vil give både vindere og tabere på markedet. Vi har en overvægt i tyrkiske lira, som vi forventer vil give et positivt bidrag, da Tyrkiet er nettoimportør af olie. Vi fastholder også en undervægt af colombianske pesos, hvor vi venter en yderligere svækkelse i lyset af den nødvendige justering af landets betalingsbalance.

Der blev afholdt valg i mange af de nye markeder i 2014, som baner vejen for nye politiske dagsordener og struktur-reformer. Afdelingens største absolutte og relative position i lokal valuta er i Brasilien, hvor der blev indført et konservativt økonomisk kabinet oven på præsidentvalget i oktober. Det giver forhåbninger om en strammere udlånspolitik for de offentlige banker samt faldende renter. Afdelingens største relative valutaovervægt er i indiske rupees efter premierminister Modis valgsejr i 2014. Vi vurderer, at Modis regering har det, der skal til for at forbedre landets produktivitet og investeringsklima, hvilket bør øge væksten og tiltrække kapital til landet, hvilket vil føre til en styrkelse af rupeen.

Til trods for det seneste olieprisfald er Mexico fortsat tæt knyttet til amerikansk økonomi, og hvis USA klarer sig bedre end resten af de udviklede lande, bør det således smitte positivt af på Mexico. Afdelingen har derfor overvægtet mexicanske pesos, som vi forventer vil styrkes som følge af en stigning i kapitalstrømmene og investeringerne fremover. Omvendt er den lave inflation i Europa og de fortsatte lem-pelser fra ECB afspejlet i en overvægt af ungarske obligationer i lokal valuta, som udgør den næststørste aktive position efter Brasilien. Trods flere rentesænkninger fra landets centralbank oplever Ungarn fortsat lav inflation og økonomisk aktivitet, så vi ser et potentiale for yderligere rentesænkninger, som endnu ikke er prissat af markedet.

NYE MARKEDER OBL. LOKAL VALUTA – AKK., KLASSE DKK

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende KL



Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

NYE MARKEDER OBL. LOKAL VALUTA – AKK., KLASSE DKK

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSEN

Denne note viser noteoplysninger, som er specifikke for den enkelte andelsklasse.

NØGLETAL	-	-	-	-	2014
Afkast (pct.)*	-	-	-	-	÷0,52
Benchmarkafkast (pct.)*	-	-	-	-	0,37
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	-	99,48
Nettoresultat (t. DKK)*	-	-	-	-	÷48.812
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	1,09
ÅOP	-	-	-	-	1,36
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	-	1.567.910
Antal andele	-	-	-	-	15.761.918
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	-	100

* 2014 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK		8.4.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen		19.066
Klassenspecifikke transaktioner:		
Terminsforsætninger		÷57.990
Administrationsomkostninger		9.888
Klassens resultat		÷48.812
Finansielle instrumenter i pct		2014
Øvrige finansielle instrumenter		100,0
I alt finansielle instrumenter		100,0
Medlemmernes formue		2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo		0
Emissioner i året		1.612.873
Indløsninger i året		÷46
Emissionstillæg og indløsningsfradrag		3.895
Overførsel af periodens resultat		÷48.812
Medlemmernes formue ultimo		1.567.910
Antal andele		
Andele primo året		0
Emissioner i året		15.762.381
Indløsninger i året		÷463
Andele ultimo året		15.761.918

NYE MARKEDER SMALL CAP

Investerer i aktier i mindre selskaber, der er hjemmehørende i, eller som har hovedaktivitet i emerging markets-lande. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i udenlandske aktier i selskaber, der arbejder i de nyindustrialiserede lande, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på disse markeder. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et aktiemarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre valuta ud af landet eller kan gøre det med kort varsel. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, nye markeder/emerging markets, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 5 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 13,60 pct., mens benchmark steg 14,81 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter og har mere end indfriet vores forventninger om positivt afkast. Men konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

De mindre selskaber på de nye markeder steg i løbet af 2014 og klarede sig bedre end de større selskaber. Markedet var indledningsvist præget af usikkerhed om, hvornår den amerikanske centralbank (Fed) ville begynde at udfase de pengepolitiske stimuli samt nagende bekymring om en kraftig opbremsning i kinesisk økonomi. Markederne rettede sig imidlertid senere og fastholdt en stort set konstant stigning, efter at investorerne fik vænnet sig til tanken om Fed's gradvise neddrøsling af obligationsopkøbene. Markederne fik yderligere næring ved håbet om politiske forandringer i visse af de større nye markeder. Kursstigningerne ophørte dog i september måned, hvor stærkere økonomisk vækst i USA udløste bekymring for, at Fed måske ville fremrykke sine renteforhøjelser. Aftagende økonomisk vækst i Kina og den faldende oliepris rejste også tvivl om det globale opsving, mens uro på Ruslands finansmarkeder og rublens kollaps ved årets udgang udløste en omfattende svækkelse af aktie- og valutakurserne i de nye markeder.

Der var en usædvanlig stor forskel på de stærkeste og de svageste aktiemarkeder. De fleste markeder i det sydøstlige Asien steg, efterhånden som året skred frem, først som følge af positive reaktioner på valgresultater, og derefter den faldende oliepris og aftagende inflationspres. I den anden ende af skalaen oplevede markederne i Brasilien og Rusland store fald.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 1,21 procentpoint lavere end stigningen i benchmark. Såvel aktievalg som aktivallokering bidrog positivt. Valutaerne i de nye markeder blev svækket over for

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Maj 2007
Risikoindeksator [1-7]: 5
Benchmark: MSCI Emerging Markets Small Cap inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0060080380
Porteføljeraðgiver: Aberdeen Asset Managers Limited

LANDEFORDELING

Brasilien	13,3%
Indien	11,5%
Syd Afrika	9,4%
Malaysia	6,8%
Thailand	6,1%
Øvrige inkl. likvide	52,9%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,96
Standardafvigelse	13,70
Tracking error	7,74
Information Ratio	0,96
Sharpe Ratio (benchm.)	0,41
Standardafvigelse (benchm.)	13,90
Active share	97,83

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

NYE MARKEDER SMALL CAP

US dollar og skabte en negativ valutakurseffekt. Det skete som følge af forventninger om, at Fed måske ville blive tvunget til at hæve renten hurtigt, efterhånden som amerikansk økonomi blev styrket.

Afdelingens overvægt af Indien gav det største enkeltbidrag til det relative afkast, og fem indiske selskaber var blandt afdelingens top ti, for så vidt angår individuelle bidrag til resultatet. Den sydindiske cementproducent Ramco og containertransport- og logistikvirksomheden Concor oplevede begge store kursstigninger som følge af forbedrede udsigter for deres respektive brancher. Afdelingens overvægt af Thailand og Filippinerne bidrog også positivt til resultatet, anført af selskaberne Hana Microelectronics og Jollibee Foods. Den mexicanske lufthavnsoperatør OMA klarede sig også godt på baggrund af kraftig vækst i passagertallene og kommercielle indtægter i årets løb.

Det omvendte var tilfældet i eksempelvis Rusland, hvor man oplevede en markant kapitalflugt, da den kraftigt faldende oliepris forværede virkningen af de internationale sanktioner mod landet. Indenlandske selskaber samt energiaktierne oplevede fald, herunder vores positioner i Synergy og O'KEY Group, som begge bidrog negativt til det relative resultat.

Brasilien trak ned som følge af landets svækkede økonomi, en stram finanspolitik og manglende tiltag til at ændre landets politiske udsigter. De overordnede tab som følge af afdelingens store overvægt af Brasilien blev opvejet af et fornuftigt aktievalg.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Udsigten til en renteforhøjelse i USA og en stærkere dollar udgør nogle af de væsentligste risici. Når Fed til sin tid hæver renten, vil det formentlig udløse større udsving i markedet, da det nok vil reducere den globale likviditet og medføre kapitaludstrømning fra de nye markeder – særligt fra lande med underskud på betalingsbalancen som f.eks. Indien, hvor afdelingen har en af sine største relative overvægtninger.

Der vil også være fokus på den økonomiske opbremsning i Kina, da en følgevirkning heraf vil blive, at der lægges pres på råvareproducerende lande, ikke mindst Brasilien, hvor afdelingen har en af sine største absolutte eksponeringer. Kina er Brasiliens største samhandelspartner. Da Brasiliens økonomi allerede var præget af træng aktivitet i 2014, kan investorernes tillid til markedet hurtigt forsvinde, hvis ikke regeringen begynder at føre en mere markedsvenlig finans- og pengepolitik.

På sektorniveau har afdelingen store positioner i forbrugerrettede aktier. Disse selskaber kan være sårbare, hvis den økonomiske opbremsning på de nye markeder varer længere

end forventet, da det vil kunne tynde tilliden og føre til et mere afdæmpet privatforbrug.

Forventninger til markedet samt strategi

De nuværende udfordringer som f.eks. følgevirkningen af den mulige økonomiske opbremsning i Kina samt udsigten til en renteforhøjelse i USA og en stærkere dollar ventes at hæmme væksten på de nye markeder og påvirke kapitalstrømmene på den korte bane. Til trods for de lidt dystre udsigter er der dog grund til optimisme.

Normaliseringen af den amerikanske centralbanks pengepolitik er baseret på antagelsen om, at det økonomiske opsving i USA er holdbart. Det er godt nyt for eksporten fra de nye markeder og kan være med til at opveje noget af virkningen af afmatningen i Kina. En stærk amerikansk dollar er heller ikke nødvendigvis dårligt for de nye markeder. Man skal være opmærksom på, at den nuværende svækkelse af de nye markeds valutaer er et udtryk for dollarens styrke og ikke skyldes grundlæggende problemer i udviklingslandene.

Omvendt bør investorerne med rette være bekymrede for, at de lavere råvare- og oliepriser peger mod forværede udsigter for global vækst. Billigere olie bør dog gavne de nye markeder som helhed, da det er med til at lette presset på statsbudgettet og inflationen, hvilken igen øger sandsynligheden for en rentesækning.

De økonomiske reformer, der lanceres i nogle af de større udviklingslande, giver også grobund for optimisme, selvom det nok vil tage lang tid og blive besværligt at implementere dem. Indien og Indonesien har allerede reduceret de dyre brændstofftilskud, Kina har gennemført finansielle reformer, som åbner muligheden for et sundere økonomisk klima, og Mexico har gennemført omfattende ændringer inden for uddannelsessystemet og i landets finans-, tele- og energisektor. Andre lande vil føle et pres for at gennemføre tilsvarende tiltag for at fremme den økonomiske udvikling.

Blandt virksomhederne synes der kun at være svage tegn på en indtjeningsfremgang, og det seneste prisfald på olie og andre råvarer kan lægge yderligere pres på selskaber i energisektoren. Der er dog andre virksomheder på de nye markeder, som fortsat er lønsomme og har muligheder for driftsforbedringer. I lyset af den rabat, som aktier på de nye markeder handles til i forhold til tilsvarende aktier i den vestlige verden, samt den forventede stigning i virksomhedernes lønsomhed, er vi ganske optimistiske omkring udsigterne.

Dette udgangspunkt medfører ikke nødvendigvis nogen større omlægning af vores porteføljer eller investeringsproces, da vores strategi er at udvælge enkeltaktier. Vi har fortsat tiltro til, at vores selskaber kan klare sig igennem den

NYE MARKEDER SMALL CAP



nuværende afmatning og vil være godt positioneret, hvis den økonomiske udvikling vender.

Vi har fortsat primært overvægt af indenlandsk-orienterede virksomheder inden for f.eks. finans og konsumentvarer. Den finansielle sektor, som er repræsentant for økonomisk vækst, vil formentlig drage fordel af en voksende middelklasse samt på længere sigt af den lave udbredelse af finansielle produkter. Samtidig bør afdelingens undervægt af den cykliske it-sektor med dens evigt forandrende forretningsmodeller og stadigt kortere produktlevetider give et godt bidrag til det relative resultat, da vi ikke forventer at denne tendens vil ændre sig på længere sigt.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

NYE MARKEDER SMALL CAP

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	47	÷112
2 Renteudgifter	1	14
3 Udbytter	52.311	45.533
I alt renter og udbytter	52.358	45.406
Kursgevinster og -tab:		
Obligationer	30	33
Kapitalandele	217.159	÷173.987
Valutakonti	2.711	1.985
Øvrige aktiver/passiver	92	÷18
5 Handelsomkostninger	÷353	÷615
I alt kursgevinster og -tab	219.638	÷172.602
I alt indtægter	271.996	÷127.196
6 Administrationsomkostninger	30.554	30.251
Resultat før skat	241.443	÷157.446
7 Skat	3.850	3.328
Årets nettoresultat	237.593	÷160.774
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	5.700	1.241
Overført fra sidste år	0	1.220
I alt formuebevægelser	5.700	2.461
Til disposition	243.292	÷158.313
8 Til rådighed for udlodning	78.683	109.951
Foreslået udlodning	78.411	109.951
Overført til udlodning næste år	272	0
Overført til formuen	164.609	÷268.264

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	21.458	8.939
I alt likvide midler	21.458	8.939
Kapitalandele:		
Not. aktier fra udl. selskaber	2.049.126	1.751.382
I alt kapitalandele	2.049.126	1.751.382
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	2.463	1.092
Mellemvær: vedr. handelsaf v.	157	381
I alt andre aktiver	2.620	1.473
Aktiver i alt	2.073.203	1.761.794
PASSIVER		
9 Medlemmernes formue	2.071.704	1.753.230
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	1.500	7.019
Mellemvær: vedr. handelsaf v.	0	1.545
I alt anden gæld	1.500	8.564
Passiver i alt	2.073.203	1.761.794

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	60,20	÷13,01	35,42	÷7,13	13,60
Benchmarkafkast (pct.)	36,21	÷24,95	20,80	÷3,33	14,81
Indre værdi (DKK pr. andel)	158,24	133,35	176,03	156,27	166,45
Nettoresultat (t.DKK)	378.559	÷172.057	377.399	÷160.774	237.593
Udbytte (DKK pr. andel)	4,50	4,00	8,25	9,80	6,30
Administrationsomkostninger (pct.)	1,52	1,60	1,60	1,59	1,60
ÅOP	2,03	2,14	2,07	2,03	2,02
Omsætningshastighed (antal gange)	0,00	0,02	0,03	0,02	0,01
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.215.692	1.047.379	1.623.478	1.753.230	2.071.704
Antal andele	7.682.613	7.854.193	9.222.892	11.219.442	12.446.236
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

NYE MARKEDER SMALL CAP

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE (FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	40	÷ 112
Noterede konvertible obl. fra udl. udst.	7	0
I alt renteindtægter	47	÷ 112

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2014	2013
Andre renteudgifter	1	14
I alt renteudgifter	1	14

NOTE 3: UDBYTTET I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	52.311	45.533
I alt udbytter	52.311	45.533

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	0	33
Noterede konvertible obl. fra udenlandske udstedere	30	0
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	217.159	÷ 173.987
Valutakonti	2.711	1.985
Øvrige aktiver/passiver	92	÷ 18
Handelsomkostninger	÷ 353	÷ 615
I alt kursgevinster og -tab	219.638	÷ 172.602

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷ 1.420	÷ 2.589
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	1.067	1.973
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷ 353	÷ 615

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	14
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	11
Andre honorarer til revisorer	0	0	21	8
Markedsføringsomkostninger	0	0	7.605	450
Gebyrer til depotselskab	0	0	1.048	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	6.198	34
Øvrige omkostninger	336	59	142	149
Managementhonorar	27.693	0	14.212	0
Fast administrationshonorar	2.467	0	358	0
I alt opdelte adm.omk.	30.495	59	29.585	666
I alt adm.omkostninger		30.554		30.251

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsenteringen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne m.v., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	3.850	3.328
I alt skat	3.850	3.328

NOTE 8: TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	52.358	45.406
Ikke refunderbar udbytteskat	÷ 3.850	÷ 3.328
Kursgevinst til udlodning	55.029	86.589
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	30.554	30.251
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	5.700	1.241
Fremførbare tab fra sidste år	0	÷ 46
Udlodning overført fra sidste år	0	1.220
I alt til rådighed for udlodning, brutto	78.683	100.832
Frivillig udlodning	0	9.119
I alt til rådighed for udlodning, netto	78.683	109.951

NOTE 9: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	11.219.442	1.753.230	9.222.892	1.623.478
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷ 109.951		÷ 76.089
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		2.005		÷ 11.631
Emissioner i året	1.854.476	283.892	2.819.422	507.348
Indløsninger i året	÷ 627.682	÷ 96.870	÷ 822.872	÷ 132.964
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		1.805		3.862
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		÷ 5.700		÷ 1.241
Overført til udlodning fra sidste år		0		÷ 1.220
Overført til udlodning næste år		272		0
Foreslået udlodning		78.411		109.951
Overførsel af periodens resultat		164.609		÷ 268.264
I alt medlemmernes formue	12.446.236	2.071.704	11.219.442	1.753.230

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,9	99,9
I alt finansielle instrumenter	98,9	99,9
Øvrige aktiver og passiver	1,1	0,1
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

TEKNOLOGI

Investerer globalt i aktier i selskaber, der drager fordel af udvikling, produktion, distribution og anvendelse af teknologi i bred forstand. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer globalt i aktier i selskaber, der drager fordel af udvikling, produktion, distribution og anvendelse af teknologi i bred forstand, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til denne type af aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, risikovillig kapital, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekset er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i perioden et afkast på 27,15 pct. mens benchmark steg 31,03 pct. Afkastet var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og har mere end indfriet vores forventninger om positivt afkast. Men konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

Trods fortsat usikkerhed omkring makroøkonomiske og geopolitiske forhold klarede de globale aktier sig godt i 2014. Med hensyn til den økonomiske udvikling var der fortsat bedring i USA, mens europæisk økonomi bremsede noget op, og der var blandede nøgletal fra Asien. Aktieindeksene blev primært trukket op af større selskaber og megaselskaber, da investorernes risikovillighed faldt i perioden. Fremkomsten af en række usikkerhedsmomenter og de fortsat ekstraordinært lave renter medførte, at investorerne belønnede de selskaber, der gav et samlet afkast i form af aktietilbagekøb og udbytte. Derfor klarede de større selskaber sig bedre end de mellemstore og små højvækstvirkninger.

Teknologisektoren gav et afkast på 31 pct. Hardware-underindekset steg, da efterspørgslen blandt virksomheder var højere end forventet og som følge af en vellykket lancering af Apples nye iPhone. Det såkaldte underindeks »Semiconductors« (halvledere) steg kraftigt, hvor selskaber i Apples forsyningskæde udviste fremgang, mens selskaber med eksponering mod industrielle markeder blev ramt af aftagende makroøkonomiske forventninger. Der var også blandede resultater i software-underindekset, hvor investorerne viste præference for større selskaber, der kunne vise fremskridt inden for cloud computing-løsninger. Endelig viste internet-underindekset moderate resultater, da det var tynget af små selskaber med høje værdiansættelser.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 3,88 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. På den positive side skal nævnes, at store bidrag fra positioner, som har vist sig at drage fordel af særlige langsigtede væksttendenser, var med til at opveje den negative indvirkning fra undervægten af større selskaber. I lighed med 2013 var Tesla Motors og Facebook blandt de største relative bidragsydere i 2014. Begge selskaber har konsekvent efterlevet deres strategi, og vi vurderer, at de er klart markedsførende inden for deres respektive undersektorer. Vores overvægtspositioner inden for hardwareproducenter med stærke værdiansættelser, herunder Micron Technology, Avago Technologies og SanDisk, bidrog positivt til det

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Juni 1999
Risikoindeks (1-7): 6
Benchmark: S&P North American Technology Sector Index inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0016023229
Porteføljeraðgiver: RCM Capital Management LLC

BRANCHEFORDELING

Halvledere	17,6%
Udvikling af operativsystemer mm.	16,5%
Internet, software og serviceydelser	12,9%
Computere	10,5%
Computertilbehør	7,2%
Øvrige inkl. likvide	35,3%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,24
Standardafvigelse	13,46
Tracking error	6,37
Information Ratio	0,01
Sharpe Ratio (benchm.)	1,38
Standardafvigelse (benchm.)	12,10
Active share	58,40

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

TEKNOLOGI

relative afkast. Disse selskaber har på det seneste oplevet en mere gunstig udbuds- og efterspørgselssituation på deres respektive markeder, og de har det fornødne frie cashflow til at udbetale udbytte og tilbagekøbe aktier. Undervægten af Intel, Apple, Cisco og Microsoft var det, der primært trak ned i resultatet, til trods for, at Apple og Microsoft udgjorde vores største positioner.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Historisk set har vi haft en betragtelig undervægt i større teknologiselskaber, hovedsageligt inden for traditionel hardware og software, hvor selskaberne typisk ikke udviser de vækstrater, som vores strategi tilsiger. Vi har ændret vores syn på disse selskaber, idet vi tror, at nogle af dem igen vil blive vækstselskaber og således få en højere værdiansættelse. Vi reducerer normalt vores undervægt i større selskaber i perioder med voksende pessimisme blandt investorerne, og denne omstillingsmulighed har fået os til at øge eksponeringen mod denne gruppe mere end normalt. Vi har fortsat store positioner i flere mellemstore selskaber, særligt inden for mobilt internet og cloud computing til private, som vi mener bliver fremtidens vindere i teknologisektoren. I den udstrækning at investorerne går mere efter afkast og likviditet end efter vækst, har vi erfaret, at vores strategi ikke virker så godt i en situation med stor makroøkonomisk usikkerhed. I en sådan situation vil vores strategi komme til kort som følge af lavere eksponering mod større selskaber. Vores fokus på højvækstselskaber indebærer desuden den risiko, at visse selskaber enten af driftsmæssige eller konkurrencemæssige årsager ikke formår at leve op til markedets omsætnings- og indtjeningsforventninger.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive, men beherskede afkast på aktiemarkederne i 2015, understøttet af vækst i selskabernes indtjening. Dette er baseret på en forventning om, at den pæne økonomiske vækst i USA fortsætter i 2015, samtidig med at væksten i Europa forventes at stige. Der er dog risiko for tilbagefald i aktiekurserne, hvis væksten skuffer, eller der opstår fornyet usikkerhed om fremtiden. Blandt de mange forhold, der vil kunne udløse dette, er politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, frygt for en strammere pengepolitik i USA, en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten og skuffende vækst i Kina.

Fremadrettet forventer vi stadig, at teknologisektoren kan indeholde nogle af de bedste absolutte og relative afkastmuligheder på aktiemarkedet, især for investorer, der vælger enkeltaktier. I øjeblikket ser vi en bølge af innovation i sektoren, som vi mener potentielt kan skabe attraktive afkast

for selskaber med best-in-class løsninger. Vi ser også en række selskaber, hvis nuværende værdiansættelse efter vores opfattelse ikke fuldt afspejler en positiv selskabs- og eller branchespecifik udvikling. Vi er enige i, at værdiansættelsen af mange cloud- og internetvirksomheder er blevet for høj. Således mener vi, at opbremsningen i kursstigningen i deres aktier i år er en sund måde at slippe af med noget af den overdrevne entusiasme, der er set i markederne. Når det er sagt, ser vi fortsat enorme potentielle markeder for disse dynamiske teknologiområder, der langt overstiger den nuværende omsætning. Vi har dog konsolideret vores eksponering mod disse områder på kvalitetsselskaber, som efter vores mening har de mest lovende løsninger, og som med deres forretningsmodeller udviser klart potentiale til stor indtjenings- og pengestrømsvækst i de kommende år.

Vi ser også gode investeringsmuligheder blandt mere attraktivt værdiansatte teknologiområder. Særligt oplever visse etablerede spillere markante fremskridt med deres »as-a-service«-løsninger. Derudover oplever producenter af harddisk- og hukommelseskomponenter, som hidtil har været anset som tabere på grund af det hensygnende PC-marked, nu pæn efterspørgsel som følge af udbygningen af de datacentre, der viser sig nødvendige til lagring af data og levering af cloud-tjenester. Disse selskaber nyder også godt af de mere stabile rentabilitetsprofiler, som branchekonsolideringen har medført. Vi mener, at der kan være et markant potentiale i disse selskabers indtjening. Netværkssikkerhed er et andet væsentligt vækstområde inden for teknologi, som tiltrækker sig mere og mere opmærksomhed. Det skyldes især de mere og mere avancerede cyber-angreb, som får selskaberne til at bruge flere penge på ny sikkerhedsteknologi. Vi tror, at denne tendens vil fortsætte i mange år, og de selskaber, som fortsat forbedrer deres sikkerhedsteknologi, vil med tiden få gevinst af deres investering. Selvom det generelle salgspres blandt selskaber inden for Internet og cloud computing synes at være aftaget, vil vi fortsat fokusere kraftigt på at skabe balance mellem risici og muligheder på baggrund af vores branchekendskab og lægge vægt på individuelt papirvalg.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

TEKNOLOGI

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	0	÷37
2 Udbytter	8.634	6.997
I alt renter og udbytter	8.634	6.960
3 Kursgevinster og -tab:		
Kapitalandele	218.388	221.657
Valutakonti	4.656	1.261
Øvrige aktiver/passiver	15	÷7
4 Handelsomkostninger	÷1.952	÷2.601
I alt kursgevinster og -tab	221.107	220.310
I alt indtægter	229.741	227.270
5 Administrationsomkostninger	13.869	10.934
Resultat før skat	215.872	216.336
6 Skat	1.165	793
Årets nettoresultat	214.707	215.543
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	÷3.578	50.272
Overført fra sidste år	÷376.802	0
I alt formuebevægelser	÷380.379	50.272
Til disposition	÷165.672	265.815
7 Til rådighed for udlodning	÷223.136	÷376.802
Overført til udlodning næste år	÷223.136	÷376.802
Overført til formuen	57.464	642.616

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	50.200	26.513
I alt likvide midler	50.200	26.513
Kapitalandele:		
Not. aktier fra udl. selskaber	977.096	768.620
I alt kapitalandele	977.096	768.620
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter; udbytter m.m.	415	175
Andre tilgodehavender	0	4
Mellemvær: vedr. handelsaf v.	58	2.138
Aktuelle skatteaktiver	217	145
I alt andre aktiver	691	2.462
Aktiver i alt	1.027.986	797.594
PASSIVER		
8 Medlemmernes formue	1.025.070	794.227
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	800	2.878
Mellemvær: vedr. handelsaf v.	2.116	489
I alt anden gæld	2.916	3.368
Passiver i alt	1.027.986	797.594

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	36,31	÷8,43	9,30	36,92	27,15
Benchmarkafkast (pct.)	20,66	2,17	13,90	28,75	31,03
Indre værdi (DKK pr. andel)	44,86	41,08	44,90	61,48	78,17
Nettoresultat (t.DKK)	46.498	÷53.143	55.364	215.543	214.707
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,50	1,62	1,60	1,60	1,60
ÅOP	2,13	2,19	2,15	2,22	2,07
Omsætningshastighed (antal gange)	1,27	1,44	1,14	1,33	1,09
Medlemmernes formue (t.DKK)	554.542	600.468	643.660	794.227	1.025.070
Antal andele	12.360.728	14.616.727	14.335.227	12.918.671	13.112.821
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

TEKNOLOGI

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE
(FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK

	2014	2013
Indestående i depotselskab	0	+37
I alt renteindtægter	0	+37

NOTE 2: UDBYTTET I 1.000 DKK

	2014	2013
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	8.634	6.997
I alt udbytter	8.634	6.997

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK

	2014	2013
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	218.388	221.657
Valutakonti	4.656	1.261
Øvrige aktiver/passiver	15	+7
Handelsomkostninger	+1.952	+2.601
I alt kursgevinster og -tab	221.107	220.310

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	+2.042	+2.722
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	90	121
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+1.952	+2.601

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	5
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	4
Andre honorarer til revisorer	0	0	14	3
Markedsføringsomkostninger	0	0	2.529	161
Gebyrer til depotselskab	0	0	421	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	2.051	12
Øvrige omkostninger	85	28	51	55
Managementhonorar	12.635	0	5.507	0
Fast administrationshonorar	1.121	0	120	0
I alt opdeltede adm.omk.	13.841	28	10.694	240
I alt adm.omkostninger	13.869	13.869	10.934	10.934

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne mv., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 6: SKAT I 1.000 DKK

	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	1.165	793
I alt skat	1.165	793

NOTE 7: TIL RÅDIGHED FOR UDLØDNING I 1.000 DKK

	2014	2013
Renter og udbytter	8.634	6.960
Ikke refunderbar udbytteskat	+1.165	+793
Regulering vedr. udbytteskat m.v.	+47	+78
Kursgevinst til udlodning	149.611	84.891
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	13.869	10.934
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	+3.578	50.272
Fremførbare tab fra sidste år	0	+518.003
Udlodning overført fra sidste år	+376.802	0
I alt til rådighed for udlodning, brutto	+237.216	+387.686

Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	+14.080	+10.884
I alt til rådighed for udlodning, netto	+223.136	+376.802

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE

	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	12.918.671	794.227	14.335.227	643.660
Emissioner i året	725.000	51.044	170.000	9.657
Indløsninger i året	+530.850	+35.038	+1.586.556	+74.729
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		130		95
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		3.578		+50.272
Overført til udlodning fra sidste år		376.802		0
Overført til udlodning næste år		+223.136		+376.802
Overførsel af periodens resultat		57.464		642.616
I alt medlemmernes formue	13.112.821	1.025.070	12.918.671	794.227

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	95,3	96,8
I alt finansielle instrumenter	95,3	96,8
Øvrige aktiver og passiver	4,7	3,2
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

TYSKLAND

Investorerer i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller som har hovedaktivitet i Tyskland. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i, eller som har hovedaktivitet i Tyskland, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til denne type aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, enkeltlanderrisiko, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 5,88 pct., mens benchmark steg 3,37 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter og har indfriet vores forventninger om positivt afkast. Konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte dog betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

Det tyske aktiemarked udviklede sig - såvel som de europæiske aktiemarkeder samlet set - svagt positivt i 2014. De små selskaber klarede sig bedst med et afkast på 5,85 pct. De store og mellemstore aktier steg henholdsvis 2,65 pct. og 2,17 pct.

Først halvdel af 2014 var præget af pæne stigninger på det tyske aktiemarked, mens Ukraine-konflikten henover sommeren sendte det tyske aktiemarked ned i negativ territorium. Dette rettede sig dog i slutningen af året.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 2,51 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Det skyldtes, at afdelingen har haft en række gode aktievalg indenfor forskellige sektorer. Indenfor sektoren industri var der positive bidrag fra Brenntag, GEA Group og Jungheinrich, mens der i sektoren forbrugsgoder var positive bidrag fra underleverandørerne til bilindustrien Norma Group, Continental, Leoni og Hella.

Blandt de negative bidrag var sportsvareproducenten Adidas. Ligeledes trak den store undervægt i finans ned, hvor især ejendomsselskaber klarede sig særdeles godt.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Hvis den økonomiske vækst i USA, Europa og Japan bliver svagere end forventet, vil det kunne medføre, at den forventede vækst i selskabernes indtjening udebliver, og dette er en væsentlig risikofaktor for aktiemarkederne i 2015. En anden væsentlig risikofaktor for aktiemarkederne er en forøget usikkerhed om fremtiden. Der er mange forhold, som vil kunne medføre såvel svagere vækst som forøget usikkerhed. Blandt disse kan nævnes politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, gældsloftsproblemer eller frygt for en strammere pengepolitik i USA, stigende obligationsrenter, skuffende vækst i Kina og en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten eller anden geopolitisk uro.

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Juli 2006
Risikoindikator [1-7]: 6
Benchmark: 1 3 DAX, 1 3 MDAX og 1 3 SDAX inkl. bruttoudbytte
Fondskode: DK0060041564
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

BRANCHEFORDELING

Forbrugsgoder	32,4%
Industri	18,4%
Materialer	13,9%
Sundhedspleje	12,4%
Konsumentvarer	10,8%
Øvrige inkl. likvide	12,1%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,90
Standardafvigelse	16,15
Tracking error	3,87
Information Ratio	0,41
Sharpe Ratio (benchm.)	0,87
Standardafvigelse (benchm.)	14,90
Active share	70,21

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

TYSKLAND

Afdelingen har en overvægt af små og mellemstore aktier, hvilket vil påvirke det relative afkast i tilfælde af stærkere resultater blandt de største aktier.

Sektormæssigt er afdelingen klart overvægtet i forbrugsgodersektoren, hvor afdelingen har en række eksponeringer mod bilindustrien. En dårligere end ventet udvikling i denne type aktier, vil derfor påvirke afdelingens afkast negativt.

Afdelingens største undervægt er indenfor finans, hvor vi har svært ved at finde interessante investeringer, og forsikringsgiganten Allianz er således eneste eksponering. En stærk udvikling indenfor denne sektor vil ligeledes påvirke afdelingens relative afkast negativt.

Forventninger til markedet samt strategi

Den tyske økonomi forventes også i 2015 at være blandt de stærkeste i Europa. Eksport er en vigtig faktor for vækst i tysk økonomi, hvor en lang række selskaber med baggrund i stærk teknologisk viden opererer globalt. Faldet i euroen og en lavere oliepris vil være med til at understøtte eksporten. Samtidigt er arbejdsløsheden historisk lav, og der er foretaget en række arbejdsmarkedsreformer. Vi forventer derfor positive afkast på det tyske aktiemarked i 2015.

På tværs af sektorer er afdelingens fokus på selskaber med en stærk markedsposition indenfor deres respektive forretningsområde. Afdelingen investerer i selskaber med en fleksibel forretningsmodel, der kan operere i forskellige økonomiske miljøer og evner at generere solide pengestrømme. Til gengæld investerer afdelingen ikke i selskaber, der har en dårlig markedsposition, dårlig prissætningskraft, høj gældsandel og dårlig konvertering af indtjening til pengestrømme.

Vi forventer, at de kvalitetsselskaber, vi investerer i, vil være i stand til at drage fordel af en stærk tysk økonomi.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

TYSKLAND

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	1	0
2 Udbytter	29.433	26.979
I alt renter og udbytter	29.434	26.980
3 Kursgevinster og -tab:		
Kapitalandele	52.055	299.850
Valutakonti	1.163	606
Øvrige aktiver/passiver	÷37	÷8
4 Handelsomkostninger	÷510	÷227
I alt kursgevinster og -tab	52.671	300.221
I alt indtægter	82.105	327.201
5 Administrationsomkostninger	19.490	17.527
Resultat før skat	62.615	309.674
6 Skat	4.361	3.746
Årets nettoresultat	58.253	305.928
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	738	11.158
Overført fra sidste år	÷100.311	434
I alt formuebevægelser	÷99.573	11.592
Til disposition	÷41.319	317.520
7 Til rådighed for udlodning	31.013	÷100.311
Foreslået udlodning	30.908	0
Overført til udlodning næste år	105	÷100.311
Overført til formuen	÷72.332	417.831

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	28.207	44.462
I alt likvide midler	28.207	44.462
Kapitalandele:		
Not. aktier fra udl. selskaber	1.124.144	1.208.996
I alt kapitalandele	1.124.144	1.208.996
Andre aktiver:		
Aktuelle skatteaktiver	11.821	12.891
I alt andre aktiver	11.821	12.891
Aktiver i alt	1.164.172	1.266.349
PASSIVER		
8 Medlemmernes formue	1.163.270	1.261.810
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	901	4.539
I alt anden gæld	901	4.539
Passiver i alt	1.164.172	1.266.349

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	39,81	÷15,68	29,73	31,83	5,88
Benchmarkafkast (pct.)	32,45	÷14,03	27,72	31,30	3,37
Indre værdi (DKK pr. andel)	122,34	103,16	133,83	174,18	184,42
Nettoresultat (t.DKK)	305.590	÷191.344	263.334	305.928	58.253
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	0,00	1,75	0,00	4,90
Administrationsomkostninger (pct.)	1,43	1,59	1,59	1,59	1,60
ÅOP	1,71	1,88	1,88	1,86	1,89
Omsætningshastighed (antal gange)	0,11	0,03	0,10	0,09	0,16
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.084.470	933.410	1.026.460	1.261.810	1.163.270
Antal andele	8.864.446	9.048.446	7.670.129	7.244.442	6.307.656
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

TYSKLAND

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE (FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK

	2014	2013
Indestående i depotselskab	1	0
I alt renteindtægter	1	0

NOTE 2: UDBYTTER I 1.000 DKK

	2014	2013
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	29.433	26.979
I alt udbytter	29.433	26.979

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK

	2014	2013
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	52.055	299.850
Valutakonti	1.163	606
Øvrige aktiver/passiver	÷37	÷8
Handelsomkostninger	÷510	÷227
I alt kursgevinster og -tab	52.671	300.221

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷831	÷499
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	321	272
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷510	÷227

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	8
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	7
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	4
Markedsføringsomkostninger	0	0	4.216	260
Gebyrer til depotselskab	0	0	568	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	3.435	20
Øvrige omkostninger	123	44	82	87
Managementhonorar	17.764	0	8.639	0
Fast administrationshonorar	1.558	0	200	0
I alt opdelte adm.omk.	19.445	44	17.140	386
I alt adm.omkostninger	19.490	19.490	17.527	17.527

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne mv., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 6: SKAT I 1.000 DKK

	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	4.361	3.746
I alt skat	4.361	3.746

NOTE 7: TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING I 1.000 DKK

	2014	2013
Renter og udbytter	29.434	26.980
Ikke refunderbar udbytteskat	÷4.361	÷3.746
Regulering vedr. udbytteskat m.v.	1.034	÷324
Kursgevinst til udlodning	123.969	70.365
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	19.490	17.527
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	738	11.158
Fremførbare tab fra sidste år	0	÷205.142
Udlodning overført fra sidste år	÷100.311	434
I alt til rådighed for udlodning, brutto	31.013	÷117.802

	2014	2013
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	0	÷17.491
I alt til rådighed for udlodning, netto	31.013	÷100.311

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE

	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	7.244.442	1.261.810	7.670.129	1.026.460
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		0		÷13.423
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		0		571
Emissioner i året	279.500	49.465	494.463	78.972
Indløsninger i året	÷1.216.286	÷206.561	÷920.150	÷137.066
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		303		369
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		÷738		÷11.158
Overført til udlodning fra sidste år		100.311		÷434
Overført til udlodning næste år		105		÷100.311
Foreslået udlodning		30.908		0
Overførsel af periodens resultat		÷72.332		417.831
I alt medlemmernes formue	6.307.656	1.163.270	7.244.442	1.261.810

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,6	95,8
I alt finansielle instrumenter	96,6	95,8
Øvrige aktiver og passiver	3,4	4,2
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten. I det beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallevej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

UDENLANDSKE OBLIGATIONSMARKEDER

Kan investere i erhvervsobligationer, herunder obligationer med høj kreditrisiko (high yield), realkredit- samt statsobligationer fra lande med såvel lav som høj kreditrisiko. Andelen af hver obligationstype kan variere. Hovedparten af afdelingens investeringer valutaafdækkes. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen kan investere i alle obligationstyper uanset kreditvurdering og valuta. Afdelingen kan investere i erhvervsobligationer, herunder obligationer med lav kreditkvalitet, realkreditobligationer samt statsobligationer fra lande med såvel høj som lav kreditkvalitet. Afdelingen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle obligationstyper og valutaer. Afdelingen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, event-risici og nye markeder/emerging markets, selskabsspecifikke forhold og modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 3 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 5,35 procent. Afdelingen har intet benchmark. Afkastet er mindre tilfredsstillende set i lyset af udviklingen på de forskellige obligationsmarkeder. Afdelingen indfrie vore forventninger om et positivt afkast grundet fald i de underliggende renter og indsnævret

kreditspænd. I overensstemmelse med vores forventninger gav virksomhedsobligationer i 2014 et højere afkast end højt ratede statsobligationer.

Markedet

Obligationsmarkedet var i starten af året præget af uro som følge af tegn på lavere vækst i USA og Kina. Det prægede især markedet for virksomhedsobligationer med lav kreditkvalitet i USA og Europa, men også de mest risikofyldte statsobligationer udstedt af de nye markeder blev ramt. Uroen blev dog kortvarig som følge af tegn i løbet af første halvår på tiltagende økonomisk vækst i USA. Markedet blev derfor noget roligere i løbet af foråret, og de mest risikofyldte obligationer gav pæne afkast i denne periode. I andet halvår steg nervøsiteten i markedet igen. Det skyldtes især den stærkt faldende oliepris, som havde en negativ betydning for de oliefølsomme dele af markedet. Resultatet blev kursfald sidst på året, især på virksomhedsobligationer med den laveste kreditkvalitet. Obligationer udstedt af de nye markeder blev også hårdt ramt. Den økonomiske situation i Europa udviklede sig i modsætning til USA trægt, og var i det meste af året kendetegnet ved lav vækst og inflation. Den amerikanske centralbank signalerede i løbet af året renteforhøjelser i 2015, hvorimod den europæiske centralbank tog nye initiativer med henblik på at lempe pengepolitikken. Resultatet blev lavere renter på de mest sikre obligationer i løbet af året, især i Europa. Obligationer udstedt af virksomheder med høj kreditkvalitet gav derfor det højeste afkast i 2014, efterfulgt af statsobligationer udstedt af de nye markeder. Obligationer udstedt af virksomheder med lav kreditkvalitet gav det laveste afkast.

Vurdering af afdelingens resultat

Cirka halvdelen af afdelingens formue var i årets løb investeret i obligationer udstedt af europæiske virksomheder med en høj kreditkvalitet. Omkring 30 pct. af afdelingens formue var investeret i nye markeder-obligationer udstedt i USD. Den resterende var investeret i obligationer udstedt af amerikanske og europæiske virksomheder med forholdsvis lav kreditkvalitet. Afdelingens andel af obligationer udstedt af virksomheder med høj kreditkvalitet bidrog positivt til afka-

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: December 2003
Risikoindeksator [1-7]: 3
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0016255193
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

VARIGHEDER

0-1 år	20,3%
1-3 år	8,8%
3-5 år	35,1%
5-10 år	34,3%
Over 10 år	0,5%
Øvrige inkl. likvide	1,0%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,18
Standardafvigelse	4,63

UDENLANDSKE OBLIGATIONSMARKEDER

stet, da disse obligationer gav det højeste afkast i markedet. Derimod trak obligationer udstedt af virksomheder med lav kreditkvalitet afdelingens afkast ned.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Afdelingen har investeret i obligationer udstedt af europæiske virksomheder og østeuropæiske lande. Forværring af den økonomiske situation i Europa vil derfor være negativt for afdelingens afkast. Afdelingen har desuden en eksponering til nye markeder obligationer. Afkastet på disse er i høj grad bestemt af renteutviklingen i USA og af risici knyttet til den økonomiske vækst i Kina. En noget stærkere end forventet amerikansk vækst og inflation kan medføre højere obligationsrenter i USA. Det vil smitte af på de nye markeder-obligationer, men også virksomhedsobligationer vil blive ramt. En væsentlig nedgang i den økonomiske vækst i Kina forårsaget af en krise på f.eks. boligmarkedet vil være negativt for afdelingens afkast. Det skyldes, at en vækstnedgang i Kina også vil have en negativ indflydelse på den økonomiske vækst i USA og Europa, og dermed påvirke obligationer udstedt af virksomheder med lav kreditkvalitet negativt.

Forventninger til markedet samt strategi

I USA er arbejdsmarkedet præget af betydelig fremgang, men vi forventer ikke at inflationen stiger væsentligt. Den amerikanske centralbank vil derfor fortsat føre en lempelig

pengepolitik, og kun gradvist stramme denne. Vi forventer, at stramningen først påbegyndes i løbet af sommeren 2015 og at renteforhøjelserne herefter sker i et moderat tempo. Det skyldes, at centralbanken hellere vil vente med renteforhøjelserne og være sikker på, at væksten er selv bærende, frem for at starte for tidligt og risikere en ny vækstnedgang. Renten på obligationer knyttet til udviklingen på det amerikanske obligationsmarked, herunder nye markeder-obligationer udstedt i USD, vil dermed kun stige gradvist og i begrænset omfang. I Europa søger Den Europæiske Centralbank, ECB, at stimulere den økonomiske vækst via nye pengepolitiske tiltag. Renteniveauet vil derfor fortsat være meget lavt i Europa. Et lavt renteniveau på obligationer i de udviklede lande bevirker at de nye markeder-obligationer er attraktive. Renteniveauet er i disse lande nemlig noget højere. Vi forventer derfor at disse obligationer vil give forholdsvis pæne afkast. Afdelingen vil derfor have en høj andel af nye markeder-obligationer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast. Afkastet kan dog blive negativt blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

UDENLANDSKE OBLIGATIONSMARKEDER

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	40.930	87.279
2 Udbytter	5.663	0
I alt renter og udbytter	46.593	87.279
3 Kursgevinster og -tab:		
Obligationer	41.066	÷28.925
Kapitalandele	7.438	0
Afledte finansielle instr.	÷13.558	21.101
Valutakonti	2.655	÷7.434
Øvrige aktiver/passiver	0	0
4 Handelsomkostninger	÷233	÷95
I alt kursgevinster og -tab	37.366	÷15.352
I alt indtægter	83.959	71.927
5 Administrationsomkostninger	13.588	18.489
Resultat før skat	70.372	53.438
Skat	0	0
Årets nettoresultat	70.372	53.438
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	÷9.323	÷15.157
Overført fra sidste år	1.011	1.328
I alt formuebevægelser	÷8.312	÷13.828
Til disposition	62.059	39.610
6 Til rådighed for udlodning	66.055	83.849
Foreslået udlodning	65.132	82.839
Overført til udlodning næste år	924	1.011
Overført til formuen	÷3.996	÷44.240

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	15.540	15.992
I alt likvide midler	15.540	15.992
Obligationer:		
Not. obl. fra danske udstedere	32.725	83.178
Not. obl. fra udl. udstedere	695.840	1.345.765
I alt obligationer	728.566	1.428.943
Kapitalandele:		
Inv-beviser i andre danske inv- og specialforeninger	419.255	0
I alt kapitalandele	419.255	0
Afl. finansielle instr.:		
Unot. afl. finansielle instr.	520	10.371
I alt afledte finansielle instr.	520	10.371
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	12.764	27.541
I alt andre aktiver	12.764	27.541
Aktiver i alt	1.176.644	1.482.847
PASSIVER		
7 Medlemmernes formue	1.169.786	1.468.938
Afledte finansielle instrumenter:		
Unot. afl. finansielle instr.	5.453	4.984
I alt afledte finansielle instr.	5.453	4.984
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	365	3.841
Mellemvær. vedr. handelsaf v.	1.039	5.083
I alt anden gæld	1.405	8.924
Passiver i alt	1.176.644	1.482.847

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	8,42	÷0,58	15,81	3,12	5,35
Indre værdi (DKK pr. andel)	99,37	95,13	106,37	104,62	104,17
Nettoresultat (t.DKK)	148.311	÷8.663	289.897	53.438	70.372
Udbytte (DKK pr. andel)	3,75	3,50	5,00	5,90	5,80
Administrationsomkostninger (pct.)	0,97	1,03	1,04	1,03	1,05
ÅOP	1,28	1,38	1,32	1,30	1,30
Omsætningshastighed (antal gange)	0,23	0,17	0,34	0,18	0,83
Medlemmernes formue (t.DKK)	2.307.368	1.889.094	1.977.053	1.468.938	1.169.786
Antal andele	23.220.527	19.857.546	18.586.785	14.040.438	11.229.606
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

UDENLANDSKE OBLIGATIONSMARKEDER

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE
(FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	1	÷280
Noterede obligationer fra danske udstedere	1.947	5.722
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	38.982	81.828
Andre renteindtægter	0	9
I alt renteindtægter	40.930	87.279

NOTE 2: UDDBYTTER I 1.000 DKK	2014	2013
Inv-beviser i andre danske inv- og specialforeninger	5.663	0
I alt udbytter	5.663	0

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede obligationer fra danske udstedere	390	÷53
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	40.676	÷28.872
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	7.438	0
Terminsforsætninger/futures m.m.	÷26.644	23.653
Renteforsætninger	13.086	÷2.551
Valutakonti	2.655	÷7.434
Øvrige aktiver/passiver	0	0
Handelsomkostninger	÷233	÷95
I alt kursgevinster og -tab	37.366	÷15.352

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷263	÷154
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	30	59
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷233	÷95

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013		
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	13
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	11
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	7
Markedsføringsomkostninger	0	0	4.665	422
Gebyrer til depotselskab	0	0	929	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	3.745	32
Øvrige omkostninger	146	50	147	140
Managementhonorar	11.745	0	8.025	0
Fast administrationshonorar	1.647	0	353	0
I alt opdelte adm.omk.	13.538	50	17.864	625
I alt adm.omkostninger	13.588		18.489	

I administrationsomkostningerne indgår t.DKK 3.847 fra »Kursregulering af investeringsbeviser«. Foreningens aftale med investeringsforvaltningselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne m.v., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 6: TIL RÅDGIGHED FOR UDLDNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	46.593	87.279
Kursgevinst til udldning	37.515	56.020
Administrationsomkostninger til modregning i udldning	13.588	18.489
Overført fra Kursregulering af investeringsbeviser	3.847	0
Udldningsregulering ved emission/indløsning	÷9.323	÷15.157
Fremførbare tab fra sidste år	0	÷27.133
Udldning overført fra sidste år	1.011	1.328
I alt til rådighed for udldning, netto	66.055	83.849

NOTE 7: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele i 1.000 DKK	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele i 1.000 DKK	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	14.040.438	1.468.938	18.586.785	1.977.053
Udldning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		÷82.839		÷92.934
Ændring i udbetalt udldning pga emission/indløsning		7.664		4.869
Emissioner i året	154.221	16.151	1.312.987	133.431
Indløsninger i året	÷2.965.053	÷311.647	÷5.859.334	÷609.762
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		1.146		2.843
Regulering af udldning ved emissioner og indløsninger i året		9.323		15.157
Overført til udldning fra sidste år		÷1.011		÷1.328
Overført til udldning næste år		924		1.011
Foreslået udldning		65.132		82.839
Overførsel af periodens resultat		÷3.996		÷44.240
I alt medlemmernes formue	11.229.606	1.169.786	14.040.438	1.468.938

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,1	97,3
Øvrige finansielle instrumenter	÷0,4	0,4
I alt finansielle instrumenter	97,7	97,7
Øvrige aktiver og passiver	2,3	2,4
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
4,10 DANSKE BANK 16/3-2005/2018	4.492	18.164
3,875 DANSKE BANK EMTN 28/2-2012/2017	2.405	0
2,75 DANSKE BANK FRN 19/5-2014/2026	1.538	0
I alt	8.435	18.164

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

USA

Investerer i amerikanske og canadiske aktier. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i amerikanske eller canadiske aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til amerikanske og canadiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, enkeltlandrisiko, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 5 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 25,82 pct., mens benchmark steg 28,09 pct. Afdelingens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har mere end indfriet vores forventninger om positivt afkast. Konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving.

Markedet

De globale aktiemarkeder steg i 2014 til trods for vedvarende volatilitet i hele perioden. Trods fortsatte geopolitiske spændinger i Ukraine, bekymringer om vækstafmatning i

Kina og foruroligende økonomiske og politiske forhold på flere af de andre nye markeder, fortsatte aktiemarkedet nu på femte år med at stige i første halvår 2014. Kraftig aktivitet indenfor fusioner og virksomhedsovertagelser samt verdens centralbankers fortsatte lempelige pengepolitik var med til at løfte investorernes tillid. Problemer med Portugals banksektor, afmatningen i europæisk økonomi og udsigten til, at den amerikanske centralbank ville fremrykke sine renteforhøjelser var alt sammen med til at bremse de globalt stigende aktiekurser i tredje kvartal. Ydermere var afmatningen på det kinesiske boligmarked og lav BNP-vækst i Japan med til at øge bekymringerne om aftagende vækst i den globale økonomi. Der var dog flere positive aspekter, herunder pengepolitiske lempelser fra Den Europæiske Centralbank (ECB) og centralbanken i Kina samt en opmuntrende regnskabsæson i USA. Efter store udsving i oktober steg markederne igen frem mod årets slutning ansporet af en lempelig global pengepolitik.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 2,27 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Afdelingens aktievalg inden for industri og forbrugsvarer samt vores allokering inden for sundhedspleje bidrog positivt til det relative resultat. Inden for industri bidrog vores valg af aktier til afdelingen positivt, hvor det største enkeltbidrag kom fra afdelingens overvægt af det amerikanske globale luftfartsselskab United Continental. Investeringen i den førende internetsøgemaskine Google var afdelingens næststørste positive enkeltbidrag. Vores valg af aktier inden for finans og sundhedspleje bidrog negativt til det relative resultat. Vores positioner i den globale producent af forbrugerelektronik Apple, hvor vi har en undervægt, og legetøjsproducenten Mattel var det, der trak mest ned i det relative afkast i 2014.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Vi ser en række særlige risici, der vil kunne påvirke de globale aktiemarkeder i 2015. De seneste økonomiske nøgletal fra Europa har været skuffende, og regionen risikerer igen at synke ned i recession. ECB synes klar til at gøre, hvad der skal til for at undgå fornyet recession via en lempelig pengepolitik, men det er ikke sikkert, at ECB vil lykkes med sine

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: November 1999
Risikoindeksator [1-7]: 5
Benchmark: MSCI USA inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0010257757
Porteføljeraðgiver: Wellington Management Co.

BRANCHEFORDELING

Finans	21,4%
Informationsteknologi	17,2%
Sundhedspleje	17,1%
Industri	11,2%
Energi	9,0%
Øvrige inkl. likvide	24,1%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,64
Standardafvigelse	9,27
Tracking error	2,00
Information Ratio	-0,74
Sharpe Ratio (benchm.)	1,75
Standardafvigelse (benchm.)	9,49
Active share	66,16

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

USA

tiltag. Kina udgør fortsat en risikofaktor i den globale økonomi. Den nuværende afmatning på landets boligmarked kan potentielt udvikle sig til noget mere alvorligt. Der er dog fortsat en risiko for en hård landing for kinesisk økonomi, hvilket kan påvirke resten af verden økonomisk. Markedet forventer, at den amerikanske centralbank (Fed) gradvist vil begynde at hæve renten medio 2015. Det er dog muligt, at Fed vil blive tvunget til at fremrykke tidspunktet for den første renteforhøjelse, hvilket kan påvirke investorernes tillid og udgøre en risiko for de globale markeder.

Afdelingens største absolutte og relative eksponering er inden for finansaktier, og på dette område stammer risikoen fra et løbende regulatorisk pres. En stor del af risikoen forbundet med nye myndighedskrav er efter vores vurdering allerede indregnet i aktierne. Vi vurderer endvidere, at sektoren har en attraktiv afkast risikoprofil, særligt for mange af kvalitetsbankerne, som har gode kapitalforhold og derfor står godt i forhold til at drage nytte af en bedring af boligmarkedet samt en normalisering af renterne på længere sigt. Afdelingen er overvægtet mod sundhedspleje, og især de store medicinalaktier. Efter vores mening har disse selskaber en række nye interessante produkter under udvikling, som markedet undervurderer. Disse pipelines burde være et tilstrækkeligt grundlag for, at selskaberne, omend i mindre omfang, kan komme tilbage på vækstsporet. En væsentlig risiko ved dette er, hvis pipelines ikke udvikler sig som forventet, enten fordi myndighedskravene strammes eller på grund af negative kliniske data.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive, men beherskede afkast på aktiemarkedene i 2015, understøttet af vækst i selskabernes indtjening. Dette er baseret på en forventning om, at den pæne økonomiske vækst i USA fortsætter i 2015, samtidig med at væksten i Europa forventes at stige. Der er dog risiko for tilbagefald i aktiekurserne, hvis væksten skuffer, eller der opstår fornyet usikkerhed om fremtiden. Blandt de mange forhold, der vil kunne udløse dette, er politisk uro om det

fremtidige samarbejde i Europa, frygt for en strammere pengepolitik i USA, en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten og skuffende vækst i Kina. I USA vil lavere benzinpriser formentlig løfte privatforbruget, men der er jo en årsag til den lavere oliepris (kombination af lavere global efterspørgsel og øget produktion). Den svage globale efterspørgsel kan påvirke nogle af de multinationale amerikanske selskabers indtjening, og den lavere oliepris vil i kombination med en stærk dollar også tynde indtjeningen i selskaberne i S&P 500-indekset. Der har på det seneste været en nedgang i påbegyndt boligbyggeri, og vi er fortsat usikre på holdbarheden af opturen på det amerikanske boligmarked. Generelt bør amerikansk økonomi fortsat opleve moderat vækst.

Afdelingen har overvægt i finansaktier, særligt i store amerikanske banker og forsikringsselskaber. Renterne kravler langsomt opad, hvilket bør være til fordel for vores positioner i bankaktier. Bankerne har store indskud til lave renter, som de bør kunne udlåne til højere renter og dermed øge deres margin betragteligt. Vi har desuden overvægtet selskaber inden for sundhedspleje, der genererer stabile pengestrømme og et højt afkast og handles til attraktive kurser. Vi prioriterer større medicinalaktier. Porteføljen er fortsat undervægtet i informationsteknologi og forbrugsvarer. Mange af aktierne inden for forbrugsvarer ligger på historisk høje kursniveauer i forhold til deres typiske handelsniveau, og vi har svært ved at se værdi i markedet. Endelig skyldes størstedelen af vores undervægt i teknologiaktier undervægtet af Apple og Google.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

USA

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	0	÷258
2 Udbytter	121.513	108.768
I alt renter og udbytter	121.513	108.510
3 Kursgevinster og -tab:		
Kapitalandele	1.074.302	904.703
Valutakonti	7.340	7.506
Øvrige aktiver/passiver	214	÷46
4 Handelsomkostninger	÷1.205	÷1.755
I alt kursgevinster og -tab	1.080.652	910.408
I alt indtægter	1.202.165	1.018.918
5 Administrationsomkostninger	66.034	63.673
Resultat før skat	1.136.130	955.245
6 Skat	15.878	15.613
Årets nettoresultat	1.120.252	939.632
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	14.069	÷45.478
Overført fra sidste år	÷279.009	50.184
I alt formuebevægelser	÷264.941	4.707
Til disposition	855.311	944.339
7 Til rådighed for udlodning	205.645	÷279.009
Foreslået udlodning	203.379	0
Overført til udlodning næste år	2.266	÷279.009
Overført til formuen	649.667	1.223.348

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	215.915	171.070
I alt likvide midler	215.915	171.070
Kapitalandele:		
Not. aktier fra udl. selskaber	5.073.664	4.412.932
I alt kapitalandele	5.073.664	4.412.932
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter; udbytter m.m.	5.388	5.524
Andre tilgodehavender	62	0
Mellemvær: vedr. handelsaf v.	101	0
Aktuelle skatteaktiver	1.047	848
I alt andre aktiver	6.599	6.372
Aktiver i alt	5.296.178	4.590.375
PASSIVER		
8 Medlemmernes formue	5.288.171	4.572.834
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	3.537	15.218
Mellemvær: vedr. handelsaf v.	4.469	2.323
I alt anden gæld	8.006	17.541
Passiver i alt	5.296.178	4.590.375

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	21,41	4,01	11,22	24,26	25,82
Benchmarkafkast (pct.)	22,93	4,47	14,00	26,09	28,09
Indre værdi (DKK pr. andel)	61,29	63,75	69,85	86,80	109,21
Nettoresultat (t.DKK)	399.693	51.512	310.104	939.632	1.120.252
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	1,00	0,00	0,00	4,20
Administrationsomkostninger (pct.)	1,35	1,40	1,31	1,43	1,39
ÅOP	1,62	1,66	1,58	1,70	1,66
Omsætningshastighed (antal gange)	0,25	0,22	0,17	0,33	0,22
Medlemmernes formue (t.DKK)	2.589.258	2.824.028	3.542.394	4.572.834	5.288.171
Antal andele	42.248.459	44.300.915	50.712.479	52.683.318	48.423.537
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

USA

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE
(FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK

	2014	2013
Indestående i depotselskab	0	÷258
I alt renteindtægter	0	÷258

NOTE 2: UDBYTTET I 1.000 DKK

	2014	2013
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	121.513	108.768
I alt udbytter	121.513	108.768

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK

	2014	2013
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.074.302	904.703
Valutakonti	7.340	7.506
Øvrige aktiver/passiver	214	÷46
Handelsomkostninger	÷1.205	÷1.755
I alt kursgevinster og -tab	1.080.652	910.408

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷1.970	÷3.413
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	765	1.658
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷1.205	÷1.755

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	31
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	27
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	18
Markedsføringsomkostninger	0	0	15.769	1.048
Gebyrer til depotselskab	0	0	2.215	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	12.651	80
Øvrige omkostninger	441	158	329	343
Managementhonorar	59.341	0	30.381	0
Fast administrationshonorar	6.094	0	782	0
I alt opdelte adm.omk.	65.876	158	62.127	1.546
I alt adm.omkostninger	66.034	158	63.673	1.546

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne mv., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 6: SKAT I 1.000 DKK

	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	15.878	15.613
I alt skat	15.878	15.613

NOTE 7: TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING I 1.000 DKK

	2014	2013
Renter og udbytter	121.513	108.510
Ikke refunderbar udbytteskat	÷15.878	÷15.613
Regulering vedr. udbytteskat m.v.	÷66	÷252
Kursgevinst til udlodning	431.051	465.498
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	66.034	63.673
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	14.069	÷45.478
Fremførbare tab fra sidste år	0	÷839.920
Udlodning overført fra sidste år	÷279.009	50.184
I alt til rådighed for udlodning, brutto	205.645	÷340.743

Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	0	÷61.734
I alt til rådighed for udlodning, netto	205.645	÷279.009

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE

	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	52.683.318	4.572.834	50.712.479	3.542.394
Emissioner i året	4.762.136	455.549	18.453.383	1.421.919
Indløsninger i året	÷9.021.917	÷862.184	÷16.482.544	÷1.334.325
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		1.720		3.214
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		÷14.069		45.478
Overført til udlodning fra sidste år		279.009		÷50.184
Overført til udlodning næste år		2.266		÷279.009
Foreslået udlodning		203.379		0
Overførsel af periodens resultat		649.667		1.223.348
I alt medlemmernes formue	48.423.537	5.288.171	52.683.318	4.572.834

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	95,9	96,5
I alt finansielle instrumenter	95,9	96,5
Øvrige aktiver og passiver	4,1	3,5
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

USA – AKKUMULERENDE KL



Investerer i amerikanske eller canadiske aktier.
Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingen udbydes i tre andelsklasser:

- USA, klass SEK
- USA, klasse NOK
- USA – Akkumulerende, klasse DKK h

Samlet regnskab omregnet til danske kroner for afdelingen omfattende resultat af de investeringer, der foretages fælles for klasserne, samt klassernes egne investeringer, findes på de følgende sider.

Ledelsesberetning og noter for de enkelte klasser, udarbejdet i danske kroner, findes også på de følgende sider.

Nøgletal for indre værdier, afkast og omkostninger m.m. beregnes for hver klasse.

USA – AKKUMULERENDE KL

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	24	9
2 Renteudgifter	0	1
3 Udbytter	87.543	62.915
I alt renter og udbytter	87.567	62.924
Kursgevinster og -tab:		
Kapitalandele	802.276	516.003
Afledte finansielle instr.	÷195.869	31.186
Valutakonti	27.444	12.881
Øvrige aktiver/passiver	186	÷27
5 Handelsomkostninger	÷969	÷1.178
I alt kursgevinster og -tab	633.068	558.865
I alt indtægter	720.635	621.789
6 Administrationsomkostninger	49.545	38.062
Resultat før skat	671.089	583.727
7 Skat	11.541	8.960
Årets nettoresultat	659.548	574.767
Overført til formuen	659.548	574.767

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	145.742	112.620
I alt likvide midler	145.742	112.620
Kapitalandele:		
Not. aktier fra udl. selskaber	4.028.610	2.943.598
I alt kapitalandele	4.028.610	2.943.598
Afl. finansielle instr.:		
Unot. afl. finansielle instr.	0	1.369
I alt afledte finansielle instr.	0	1.369
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter; udbytter m.m.	4.233	3.601
Andre tilgodehavender	35	45
Mellemvær: vedr. handelsaf v.	1.296	3.200
Aktuelle skatteaktiver	705	540
I alt andre aktiver	6.269	7.387
Aktiver i alt	4.180.621	3.064.973
PASSIVER		
8 Medlemmernes formue	4.149.377	3.054.687
Afledte finansielle instrumenter:		
Unot. afl. finansielle instr.	28.094	25
I alt afledte finansielle instr.	28.094	25
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	2.973	9.882
Mellemvær: vedr. handelsaf v.	178	379
I alt anden gæld	3.151	10.261
Passiver i alt	4.180.621	3.064.973

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	-	-	2012	2013	2014
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	181.792	574.767	659.548
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	0,23	0,28	0,00
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	2.100.977	3.054.687	4.149.377

* 2010 dækker en periode på mindre end 12 måneder

USA – AKKUMULERENDE KL

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE
(FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	24	9
I alt renteindtægter	24	9

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2014	2013
Andre renteudgifter	0	1
I alt renteudgifter	0	1

NOTE 3: UDBYTTET I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	87.543	62.915
I alt udbytter	87.543	62.915

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	802.276	516.003
Terminforretninger/futures m.m.	÷ 195.869	31.186
Valutakonti	27.444	12.881
Øvrige aktiver/passiver	186	÷ 27
Handelsomkostninger	÷ 969	÷ 1.178
I alt kursgevinster og -tab	633.068	558.865

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷ 1.493	÷ 1.962
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	524	784
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷ 969	÷ 1.178

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	18
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	15
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	10
Markedsføringsomkostninger	0	0	9.449	605
Gebyrer til depotselskab	0	0	1.289	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	7.027	66
Øvrige omkostninger	277	103	95	201
Managementhonorar	42.840	0	18.848	0
Fast administrationshonorar	6.326	0	440	0
I alt opdelte adm.omk.	49.443	103	37.148	915
I alt adm.omkostninger		49.545		38.062

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den af tale og den sammensætning af honorarerne m.v., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	11.541	8.960
I alt skat	11.541	8.960

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo		3.054.687		2.100.977
Emissioner i året		1.410.978		680.038
Indløsninger i året		÷ 977.468		÷ 302.254
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		1.631		1.158
Overførsel af periodens resultat		659.548		574.767
I alt medlemmernes formue		4.149.377		3.054.687

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,1	96,4
Øvrige finansielle instrumenter	÷ 0,7	0,0
I alt finansielle instrumenter	96,4	96,4
Øvrige aktiver og passiver	3,6	3,6
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

USA, KLASS SEK

Andelsklasse under USA – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i amerikanske eller canadiske aktier, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til amerikanske og canadiske aktier. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, enkeltlandrisiko, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 5 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2014 et afkast på 35,37 pct. målt i SEK, mens benchmark steg 37,36 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har mere end indfriet vores forventninger om positivt afkast. Konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving.

Markedet

De globale aktiemarkeder steg i 2014 til trods for vedvarende volatilitet i hele perioden. Trods fortsatte geopolitiske spændinger i Ukraine, bekymringer om vækstafmatning i Kina og foruroligende økonomiske og politiske forhold på flere af de andre nye markeder, fortsatte aktiemarkedet nu på

femte år med at stige i første halvår 2014. Kraftig aktivitet indenfor fusioner og virksomhedsovertagelser samt verdens centralbankers fortsatte lempelige pengepolitik var med til at løfte investorernes tillid. Problemer med Portugals banksektor, afmatningen i europæisk økonomi og udsigten til, at den amerikanske centralbank ville fremrykke sine renteforhøjelser var alt sammen med til at bremse de globalt stigende aktiekurser i tredje kvartal. Ydermere var afmatningen på det kinesiske boligmarked og lav BNP-vækst i Japan med til at øge bekymringerne om aftagende vækst i den globale økonomi. Der var dog flere positive aspekter, herunder pengepolitiske lempelser fra Den Europæiske Centralbank (ECB) og centralbanken i Kina samt en opmuntrende regnskabsæson i USA. Efter store udsving i oktober steg markederne igen frem mod årets slutning ansporet af en lempelig global pengepolitik.

Vurdering af afdelingens resultat

Andelsklassens afkast var 1,99 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Andelsklassens aktievalg inden for industri og forbrugsvarer samt vores allokering inden for sundhedspleje bidrog positivt til det relative resultat. Inden for industri bidrog vores valg af aktier til afdelingen positivt, hvor det største enkeltbidrag kom fra andelsklassens overvægt af det amerikanske globale luftfartsselskab United Continental. Investeringen i den førende internetøgemaskine Google var næststørste positive enkeltbidrag. Vores valg af aktier inden for finans og sundhedspleje bidrog negativt til det relative resultat. Vores investeringer i den globale producent af forbrugerelektronik Apple, hvor vi har en undervægt, og legetøjsproducenten Mattel var det, der trak mest ned i det relative afkast i 2014.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

S Vi ser en række særlige risici, der vil kunne påvirke de globale aktiemarkeder i 2015. De seneste økonomiske nøgletal fra Europa har været skuffende, og regionen risikerer igen at synke ned i recession. ECB synes klar til at gøre, hvad der skal til for at undgå fornyet recession via en lempelig pengepolitik, men det er ikke sikkert, at ECB vil lykkes med sine tiltag. Kina udgør fortsat en risikofaktor i den globale økonomi. Den nuværende afmatning på landets boligmarked kan

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: August 2010
Risikoindeksator [1-7]: 5
Benchmark: MSCI USA inkl. nettoudbytte omregnet til SEK
Fondskode: DK0060485795
Porteføljeraðgiver: Wellington Management Co.

BRANCHEFORDELING

Finans	21,5%
Informationsteknologi	17,4%
Sundhedspleje	17,1%
Industri	11,2%
Energi	9,0%
Øvrige inkl. likvide	23,8%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	2,04
Standardafvigelse	8,11
Tracking error	2,12
Information Ratio	-0,87
Sharpe Ratio (benchm.)	2,28
Standardafvigelse (benchm.)	8,06
Active share	66,16

Måleperiode: Sep. 2010 til dec. 2014

USA, KLASS SEK

Andelsklasse under USA – Akkumulerende KL

potentielt udvikle sig til noget mere alvorligt. Der er dog fortsat en risiko for en hård landing for kinesisk økonomi, hvilket kan påvirke resten af verden økonomisk. Markedet forventer, at den amerikanske centralbank (Fed) gradvist vil begynde at hæve renten medio 2015. Det er dog muligt, at Fed vil blive tvunget til at fremrykke tidspunktet for den første renteforhøjelse, hvilket kan påvirke investorernes tillid og udgøre en risiko for de globale markeder.

Andelsklassens største absolutte og relative eksponering er inden for finansaktier, og på dette område stammer risikoen fra et løbende regulatorisk pres. En stor del af risikoen forbundet med nye myndighedskrav er efter vores vurdering allerede indregnet i aktierne. Vi vurderer endvidere, at sektoren har en attraktiv afkast risikoprofil, særligt for mange af kvalitetsbankerne, som har gode kapitalforhold og derfor står godt i forhold til at drage nytte af en bedring af boligmarkedet samt en normalisering af renterne på længere sigt. Andelsklassen er overvægtet inden for sundhedspleje og især de store medicinalaktier. Efter vores mening har disse selskaber en række nye interessante produkter under udvikling, som markedet undervurderer. Disse pipelines burde være et tilstrækkeligt grundlag for, at selskaberne, omend i mindre omfang, kan komme tilbage på vækstsporet. En væsentlig risiko ved dette er, hvis pipelines ikke udvikler sig som forventet, enten fordi myndighedskravene strammes eller på grund af negative kliniske data.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive, men beherskede afkast på aktiemarkederne i 2015, understøttet af vækst i selskabernes indtjening. Dette er baseret på en forventning om, at den pæne økonomiske vækst i USA fortsætter i 2015, samtidig med at væksten i Europa forventes at stige. Der er dog risiko for tilbagefald i aktiekurserne, hvis væksten skuffer, eller der opstår fornyet usikkerhed om fremtiden. Blandt de mange forhold, der vil kunne udløse dette, er politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, frygt for en strammere

pengepolitik i USA, en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten og skuffende vækst i Kina. I USA vil lavere benzinpriser formentlig løfte privatforbruget, men der er jo en årsag til den lavere oliepris (kombination af lavere global efterspørgsel og øget produktion). Den svage globale efterspørgsel kan påvirke nogle af de multinationale amerikanske selskabers indtjening, og den lavere oliepris vil i kombination med en stærk dollar også tynde indtjeningen i selskaberne i S&P 500-indekset. Der har på det seneste været en nedgang i påbegyndt boligbyggeri, og vi er fortsat usikre på holdbarheden af opturen på det amerikanske boligmarked. Generelt bør amerikansk økonomi fortsat opleve moderat vækst.

Andelsklassen har overvægt i finansaktier, særligt i store amerikanske banker og forsikringselskaber. Renterne kravler langsomt opad, hvilket bør være til fordel for vores investeringer i bankaktier. Bankerne har store indskud til lave renter, som de bør kunne udlåne til højere renter og dermed øge deres margin betragteligt. Vi har desuden overvægtet selskaber inden for sundhedspleje, der genererer stabile pengestrømme og et højt afkast og handles til attraktive kurser. Vi prioriterer større medicinalaktier. Porteføljen er fortsat undervægtet i informationsteknologi og forbrugsvarer. Mange af aktierne inden for forbrugsvarer ligger på historisk høje kursniveauer i forhold til deres typiske handelsniveau, og vi har svært ved at se værdi i markedet. Endelig skyldes størstedelen af vores undervægt i teknologiaktier undervægten af Apple og Google.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

USA, KLASS SEK

Andelsklasse under USA – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSEN

Denne note viser noteoplysninger, som er specifikke for den enkelte andelsklasse.

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast i SEK (pct.)*	4,47	2,50	6,13	28,17	35,37
Benchmarkafkast i SEK (pct.)*	6,86	3,36	9,45	30,11	37,36
Indre værdi (SEK pr. andel)	104,47	107,08	113,65	145,67	197,19
Nettoresultat (t. DKK)*	65.383	7.154	60.287	261.980	304.262
Administrationsomkostninger (pct.)	1,52	1,50	1,50	1,53	1,49
Medlemmernes formue (t.DKK)	658.010	601.179	958.009	1.617.033	1.547.815
Antal andele	7.622.781	6.722.361	9.690.531	13.168.874	9.985.096
Stykstørrelse i SEK	100	100	100	100	100

* 2010 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014	1.1.-31.12.2013
Andel af resultat af fællesporteføljen	323.626	278.103
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	19.364	16.122
Klassens resultat	304.262	261.980
Finansielle instrumenter i pct	2014	2013
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2014	2013
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	1.617.033	958.009
Emissioner i året	350.143	544.781
Indløsninger i året	÷724.219	÷148.572
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	595	835
Overførsel af periodens resultat	304.262	261.980
Medlemmernes formue ultimo	1.547.815	1.617.033
Antal andele		
Andele primo året	13.168.874	9.690.531
Emissioner i året	2.574.437	4.765.860
Indløsninger i året	÷5.758.215	÷1.287.517
Andele ultimo året	9.985.096	13.168.874

USA, KLASSE NOK

Andelsklasse under USA – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i amerikanske eller canadiske aktier, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til amerikanske og canadiske aktier. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, enkeltlandrisiko, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 5 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2014 et afkast på 37,12 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 39,27 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har mere end indfriet vores forventninger om positivt afkast. Konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving.

Markedet

De globale aktiemarkeder steg i 2014 til trods for vedvarende volatilitet i hele perioden. Trods fortsatte geopolitiske spændinger i Ukraine, bekymringer om vækstafmatning i Kina og foruroligende økonomiske og politiske forhold på flere af de andre nye markeder, fortsatte aktiemarkedet nu på

femte år med at stige i første halvår 2014. Kraftig aktivitet indenfor fusioner og virksomhedsovertagelser samt verdens centralbankers fortsatte lempelige pengepolitik var med til at løfte investorernes tillid. Problemer med Portugals banksektor, afmatningen i europæisk økonomi og udsigten til, at den amerikanske centralbank ville fremrykke sine renteforhøjelser var alt sammen med til at bremse de globalt stigende aktiekurser i tredje kvartal. Ydermere var afmatningen på det kinesiske boligmarked og lav BNP-vækst i Japan med til at øge bekymringerne om aftagende vækst i den globale økonomi. Der var dog flere positive aspekter, herunder pengepolitiske lempelser fra Den Europæiske Centralbank (ECB) og centralbanken i Kina samt en opmuntrende regnskabsæson i USA. Efter store udsving i oktober steg markederne igen frem mod årets slutning ansporet af en lempelig global pengepolitik.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 2,15 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Andelsklassens aktievalg inden for industri og forbrugsvarer samt vores allokering inden for sundhedspleje bidrog positivt til det relative resultat. Inden for industri bidrog vores valg af aktier til afdelingen positivt, hvor det største enkeltbidrag kom fra andelsklassens overvægt af det amerikanske globale luftfartsselskab United Continental. Investeringen i den førende internetøgemaskine Google var næststørste positive enkeltbidrag. Vores valg af aktier inden for finans og sundhedspleje bidrog negativt til det relative resultat. Vores investeringer i den globale producent af forbrugerelektronik Apple, hvor vi har en undervægt, og legetøjsproducenten Mattel var det, der trak mest ned i det relative afkast i 2014.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Vi ser en række særlige risici, der vil kunne påvirke de globale aktiemarkeder i 2015. De seneste økonomiske nøgletal fra Europa har været skuffende, og regionen risikerer igen at synke ned i recession. ECB synes klar til at gøre, hvad der skal til for at undgå fornyet recession via en lempelig pengepolitik, men det er ikke sikkert, at ECB vil lykkes med sine tiltag. Kina udgør fortsat en risikofaktor i den globale økonomi. Den nuværende afmatning på landets boligmarked kan

ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Oktober 2013

Risikoindeksator [1-7]: 5

Benchmark: MSCI USA inkl. nettoudbytte omregnet til NOK

Fondskode: DK0060517076

Porteføljeraðgiver: Wellington Management Co.

BRANCHEFORDELING

Finans	21,5%
Informationsteknologi	17,4%
Sundhedspleje	17,1%
Industri	11,2%
Energi	9,0%
Øvrige inkl. likvide	23,8%

NØGLETAL

Active share 66,16

USA, KLASSE NOK

Andelsklasse under USA – Akkumulerende KL

potentielt udvikle sig til noget mere alvorligt. Der er dog fortsat en risiko for en hård landing for kinesisk økonomi, hvilket kan påvirke resten af verden økonomisk. Markedet forventer, at den amerikanske centralbank (Fed) gradvist vil begynde at hæve renten medio 2015. Det er dog muligt, at Fed vil blive tvunget til at fremrykke tidspunktet for den første renteforhøjelse, hvilket kan påvirke investorernes tillid og udgøre en risiko for de globale markeder.

Andelsklassens største absolutte og relative eksponering er inden for finansaktier, og på dette område stammer risikoen fra et løbende regulatorisk pres. En stor del af risikoen forbundet med nye myndighedskrav er efter vores vurdering allerede indregnet i aktierne. Vi vurderer endvidere, at sektoren har en attraktiv afkast risikoprofil, særligt for mange af kvalitetsbankerne, som har gode kapitalforhold og derfor står godt i forhold til at drage nytte af en bedring af boligmarkedet samt en normalisering af renterne på længere sigt. Andelsklassen er overvægtet inden for sundhedspleje og især de store medicinalaktier. Efter vores mening har disse selskaber en række nye interessante produkter under udvikling, som markedet undervurderer. Disse pipelines burde være et tilstrækkeligt grundlag for, at selskaberne, omend i mindre omfang, kan komme tilbage på vækstsporet. En væsentlig risiko ved dette er, hvis pipelines ikke udvikler sig som forventet, enten fordi myndighedskravene strammes eller på grund af negative kliniske data.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive, men beherskede afkast på aktiemarkederne i 2015, understøttet af vækst i selskabernes indtjening. Dette er baseret på en forventning om, at den pæne økonomiske vækst i USA fortsætter i 2015, samtidig med at væksten i Europa forventes at stige. Der er dog risiko for tilbagefald i aktiekurserne, hvis væksten skuffer, eller der opstår fornyet usikkerhed om fremtiden. Blandt de mange forhold, der vil kunne udløse dette, er politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, frygt for en strammere

pengepolitik i USA, en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten og skuffende vækst i Kina. I USA vil lavere benzinpriser formentlig løfte privatforbruget, men der er jo en årsag til den lavere oliepris (kombination af lavere global efterspørgsel og øget produktion). Den svage globale efterspørgsel kan påvirke nogle af de multinationale amerikanske selskabers indtjening, og den lavere oliepris vil i kombination med en stærk dollar også tynde indtjeningen i selskaberne i S&P 500-indekset. Der har på det seneste været en nedgang i påbegyndt boligbyggeri, og vi er fortsat usikre på holdbarheden af opturen på det amerikanske boligmarked. Generelt bør amerikansk økonomi fortsat opleve moderat vækst.

Andelsklassen har overvægt i finansaktier, særligt i store amerikanske banker og forsikringselskaber. Renterne kravler langsomt opad, hvilket bør være til fordel for vores investeringer i bankaktier. Bankerne har store indskud til lave renter, som de bør kunne udlåne til højere renter og dermed øge deres margin betragteligt. Vi har desuden overvægtet selskaber inden for sundhedspleje, der genererer stabile pengestrømme og et højt afkast og handles til attraktive kurser. Vi prioriterer større medicinalaktier. Porteføljen er fortsat undervægtet i informationsteknologi og forbrugsvarer. Mange af aktierne inden for forbrugsvarer ligger på historisk høje kursniveauer i forhold til deres typiske handelsniveau, og vi har svært ved at se værdi i markedet. Endelig skyldes størstedelen af vores undervægt i teknologiaktier undervægten af Apple og Google.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

USA, KLASSE NOK

Andelsklasse under USA – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSEN

Denne note viser noteoplysninger, som er specifikke for den enkelte andelsklasse.

NØGLETAL	-	-	-	2013	2014
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	8,29	37,12
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	8,24	39,27
Indre værdi (NOK pr. andel)	-	-	-	108,29	148,50
Nettoresultat (t. DKK)*	-	-	-	1.858	204.274
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	1,52	1,50
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	69.742	1.099.888
Antal andele	-	-	-	721.651	9.024.355
Stykstørrelse i NOK	-	-	-	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014	29.10.-31.12.2013
Andel af resultat af fællesporteføljen	215.434	1.987
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	11.160	129
Klassens resultat	204.274	1.858
Finansielle instrumenter i pct	2014	2013
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2014	2013
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	69.742	0
Emissioner i året	942.332	67.830
Indløsninger i året	÷ 117.028	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	568	54
Overførsel af periodens resultat	204.274	1.858
Medlemmernes formue ultimo	1.099.888	69.742
Antal andele		
Andele primo året	721.651	0
Emissioner i året	9.381.937	721.651
Indløsninger i året	÷ 1.079.234	0
Andele ultimo året	9.024.355	721.651

USA – AKKUMULERENDE, KLASSE DKK H

Andelsklasse under USA – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i amerikanske eller canadiske aktier, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til amerikanske og canadiske aktier. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, enkeltlanderisiko, selskabsspecifikke forhold og modpartsrisiko.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 5 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2014 et afkast på 11,08 pct., mens benchmark steg 12,23 pct. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter og har mere end indfriet vores forventninger om positivt afkast, men konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving.

Markedet

De globale aktiemarkeder steg i 2014 til trods for vedvarende volatilitet i hele perioden. Trods fortsatte geopolitiske spændinger i Ukraine, bekymringer om vækstafmatning i Kina og foruroligende økonomiske og politiske forhold på flere af de andre nye markeder, fortsatte aktiemarkedet nu på femte år med at stige i første halvår 2014. Kraftig aktivitet

indenfor fusioner og virksomhedsovertagelser samt verdens centralbankers fortsatte lempelige pengepolitik var med til at løfte investorernes tillid. Problemer med Portugals banksektor, afmatningen i europæisk økonomi og udsigten til, at den amerikanske centralbank ville fremrykke sine renteforhøjelser var alt sammen med til at bremse de globalt stigende aktiekurser i tredje kvartal. Ydermere var afmatningen på det kinesiske boligmarked og lav BNP-vækst i Japan med til at øge bekymringerne om aftagende vækst i den globale økonomi. Der var dog flere positive aspekter, herunder pengepolitiske lempelser fra Den Europæiske Centralbank (ECB) og centralbanken i Kina samt en opmuntrende regnskabs-sæson i USA. Efter store udsving i oktober steg markederne igen frem mod årets slutning ansporet af en lempelig global pengepolitik.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 1,15 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Andelsklassens aktievalg inden for industri og forbrugsvarer samt vores allokering inden for sundhedspleje bidrog positivt til det relative resultat. Inden for industri bidrog vores valg af aktier til afdelingen positivt, hvor det største enkeltbidrag kom fra andelsklassens overvægt af det amerikanske globale luftfartsselskab United Continental. Investeringen i den førende internetøgemaskine Google var næststørste positive enkeltbidrag. Vores valg af aktier inden for finans og sundhedspleje bidrog negativt til det relative resultat. Vores investeringer i den globale producent af forbrugerelektronik Apple, hvor vi har en undervægt, og legetøjsproducenten Mattel var det, der trak mest ned i det relative afkast i 2014.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Vi ser en række særlige risici, der vil kunne påvirke de globale aktiemarkeder i 2015. De seneste økonomiske nøgletal fra Europa har været skuffende, og regionen risikerer igen at synke ned i recession. ECB synes klar til at gøre, hvad der skal til for at undgå fornyet recession via en lempelig pengepolitik, men det er ikke sikkert, at ECB vil lykkes med sine tiltag. Kina udgør fortsat en risikofaktor i den globale økonomi. Den nuværende afmatning på landets boligmarked kan potentielt udvikle sig til noget mere alvorligt. Der er dog fort-

ANDELSKLASSENS PROFIL

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: December 2004
Risikoindeksator [1-7]: 5
Benchmark: MSCI USA inkl. nettoudbytte hedget til DKK
Fondskode: DK0016290349
Porteføljerådgiver: Wellington Management Co.

BRANCHEFORDELING

Finans	21,9%
Informationsteknologi	17,8%
Sundhedspleje	17,5%
Industri	11,4%
Energi	9,2%
Øvrige inkl. likvide	22,2%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,89
Standardafvigelse	12,40
Tracking error	2,14
Information Ratio	-0,54
Sharpe Ratio (benchm.)	0,93
Standardafvigelse (benchm.)	13,13
Active share	66,16

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

USA – AKKUMULERENDE, KLASSE DKK H

Andelsklasse under USA – Akkumulerende KL

sat en risiko for en hård landing for kinesisk økonomi, hvilket kan påvirke resten af verden økonomisk. Markedet forventer, at den amerikanske centralbank (Fed) gradvist vil begynde at hæve renten medio 2015. Det er dog muligt, at Fed vil blive tvunget til at fremrykke tidspunktet for den første renteforhøjelse, hvilket kan påvirke investorernes tillid og udgøre en risiko for de globale markeder.

Andelsklassens største absolutte og relative eksponering er inden for finansaktier, og på dette område stammer risikoen fra et løbende regulatorisk pres. En stor del af risikoen forbundet med nye myndighedskrav er efter vores vurdering allerede indregnet i aktierne. Vi vurderer endvidere, at sektoren har en attraktiv afkast risikoprofil, særligt for mange af kvalitetsbankerne, som har gode kapitalforhold og derfor står godt i forhold til at drage nytte af en bedring af boligmarkedet samt en normalisering af renterne på længere sigt. Andelsklassen er overvægtet inden for sundhedspleje og især de store medicinalaktier. Efter vores mening har disse selskaber en række nye interessante produkter under udvikling, som markedet undervurderer. Disse pipelines burde være et tilstrækkeligt grundlag for, at selskaberne, omend i mindre omfang, kan komme tilbage på vækstsporet. En væsentlig risiko ved dette er, hvis pipelines ikke udvikler sig som forventet, enten fordi myndighedskravene strammes eller på grund af negative kliniske data.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive, men beherskede afkast på aktiemarkederne i 2015, understøttet af vækst i selskabernes indtjening. Dette er baseret på en forventning om, at den pæne økonomiske vækst i USA fortsætter i 2015, samtidig med at væksten i Europa forventes at stige. Der er dog risiko for tilbagefald i aktiekurserne, hvis væksten skuffer, eller der opstår fornyet usikkerhed om fremtiden. Blandt de mange forhold, der vil kunne udløse dette, er politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, frygt for en strammere

pengepolitik i USA, en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten og skuffende vækst i Kina. I USA vil lavere benzinpriser formentlig løfte privatforbruget, men der er jo en årsag til den lavere oliepris (kombination af lavere global efterspørgsel og øget produktion). Den svage globale efterspørgsel kan påvirke nogle af de multinationale amerikanske selskabers indtjening, og den lavere oliepris vil i kombination med en stærk dollar også tynde indtjeningen i selskaberne i S&P 500-indekset. Der har på det seneste været en nedgang i påbegyndt boligbyggeri, og vi er fortsat usikre på holdbarheden af opturen på det amerikanske boligmarked. Generelt bør amerikansk økonomi fortsat opleve moderat vækst.

Andelsklassen har overvægt i finansaktier, særligt i store amerikanske banker og forsikrings-selskaber. Renterne kravler langsomt opad, hvilket bør være til fordel for vores investeringer i bankaktier. Bankerne har store indskud til lave renter, som de bør kunne udlåne til højere renter og dermed øge deres margin betragteligt. Vi har desuden overvægtet selskaber inden for sundhedspleje, der genererer stabile pengestrømme og et højt afkast og handles til attraktive kurser. Vi prioriterer større medicinalaktier. Porteføljen er fortsat undervægtet i informationsteknologi og forbrugsvarer. Mange af aktierne inden for forbrugsvarer ligger på historisk høje kursniveauer i forhold til deres typiske handelsniveau, og vi har svært ved at se værdi i markedet. Endelig skyldes størstedelen af vores undervægt i teknologiaktier undervægten af Apple og Google.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

USA – AKKUMULERENDE, KLASSE DKK H

Andelsklasse under USA – Akkumulerende KL

NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSEN

Denne note viser noteoplysninger, som er specifikke for den enkelte andelsklasse.

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	12,20	0,26	11,05	29,03	11,08
Benchmarkafkast (pct.)	12,49	0,80	13,97	30,85	12,23
Indre værdi (DKK pr. andel)	100,28	100,54	111,66	144,07	160,03
Nettoresultat (t. DKK)	183.282	÷4.175	121.505	310.928	151.011
Administrationsomkostninger (pct.)	1,38	1,39	1,40	1,42	1,39
ÅOP	1,68	1,65	1,68	1,70	1,63
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.358.787	1.188.920	1.142.968	1.367.912	1.501.674
Antal andele	13.550.360	11.825.186	10.236.517	9.494.938	9.383.942
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014	1.1.-31.12.2013
Andel af resultat af fællesporteføljen	365.573	293.237
Klassespecifikke transaktioner:		
Terminforretninger	÷195.800	31.186
Administrationsomkostninger	18.762	13.494
Klassens resultat	151.011	310.928
Finansielle instrumenter i pct	2014	2013
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2014	2013
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	1.367.912	1.142.968
Emissioner i året	118.504	67.427
Indløsninger i året	÷136.221	÷153.682
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	468	270
Overførsel af periodens resultat	151.011	310.928
Medlemmernes formue ultimo	1.501.674	1.367.912
Antal andele		
Andele primo året	9.494.938	10.236.517
Emissioner i året	819.626	507.455
Indløsninger i året	÷930.622	÷1.249.034
Andele ultimo året	9.383.942	9.494.938

ØSTEUROPA

Investerer fortrinsvis i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i, eller som har hovedaktivitet i Østeuropa eller Tyrkiet. En mindre del kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i lande, der grænser op til Østeuropa. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investo- rernes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrap- portens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldest- gørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer fortrinsvis i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i, eller som har hovedaktivitet i Østeuropa eller Tyrkiet. En mindre andel kan investeres i aktier i selska- ber hjemmehørende i lande, der grænser op til Østeuropa. Afdelingen har således primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på østeuropæiske aktier. De østeuropæiske lande er fortsat karakteriserede ved at være en del af emerging markets-landene, selv om en række er medlemmer af EU. Dette betyder, at den politiske og øko- nomiske udvikling i landene kan udvise højere risici end i udviklede økonomier, hvorfor der kan forekomme større udsving på landenes aktiemarkeder end på aktiemarkederne i de udviklede lande. Blandt særlige økonomiske risici kan nævnes, at visse lande har relativt store budgetunderskud, der kan udgøre en destabiliserende faktor i perioder. Afde- lingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, nye markeder/emerging markets, selskabsspeci- fikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risiko- forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de

forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 6 – jf. omtalen foran i årsrap- portens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et negativt afkast på 16,22 pct., mens benchmark faldt med 19,89 pct. Afdelingens afkast var såle- des meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkur- renter, men har ikke indfriet vores forventninger om positivt afkast. Konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valu- tauro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

De østeuropæiske aktiemarkeder endte samlet set med et negativt afkast. Landene imellem varierede udviklingen dog, med positive afkast i lande som Tyrkiet, Tjekkiet og Rumæ- nien og negative afkast i Rusland, Grækenland, Ungarn og Polen. Tyrkiet, der var blandt de bedste markeder i 2014, blev positivt understøttet af lokalvalg i marts måned, der faldt positivt ud for den siddende regering og dermed mind- skede den politiske usikkerhed, der prægede markederne i årets første måneder. Også en løbende forbedring af under- skuddet på betalingsbalancen hjulpet af lavere men fortsat positiv økonomisk vækst og faldende oliepriser bidrog til den positive markedsudvikling. Rusland, der var blandt de svage- ste markeder i 2014, blev svækket af konflikten i Ukraine, de forværede relationer med Vesten og den faldende oliepris. Den russiske rubel blev i særlig grad svækket i andet halvår, og den russiske centralbank hævede den ledende rente fra 9.5 pct. til 17 pct. i december.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 3,67 procentpoint højere end ændrin- gen i benchmark. Det skyldtes særligt afdelingens undervægt og aktieudvælgelse i henholdsvis Rusland og Grækenland, overvægt og aktieudvælgelse i Tyrkiet samt aktieudvælgel- sen i Polen. Blandt de positive selskabsbidrag til det relative afkast var den tyrkiske bank *Turkiye Is Bankasi*, den polske detailkæde *CCC* og det russiske gødningselskab *Phosagro*. Blandt negative bidrag til det relative afkast var afdelingens

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: November 1999
Risikoindikator [1-7]: 6
Benchmark: MSCI EM Europe 10 40 inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0010257914
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

LANDEFORDELING

Rusland	38,9%
Tyrkiet	25,3%
Polen	20,0%
Grækenland	6,1%
Tjekkiet	3,9%
Øvrige inkl. likvide	5,8%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	-0,02
Standardafvigelse	20,02
Tracking error	2,82
Information Ratio	0,74
Sharpe Ratio (benchm.)	-0,12
Standardafvigelse (benchm.)	19,82
Active share	67,10

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

ØSTEUROPA

undervægt i Polen og selskabsbidrag fra det russiske auto-selskab Sollers og det russiske byggeselskab Mostotrest

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

For Polen og de øvrige lande i Østeuropa eksklusive Rusland udgør en lavere vækst i Europa en risiko for væksten i landene på grund af det økonomiske samkvem. En eskalering af konflikten mellem Rusland og Ukraine er en anden risikofaktor for markederne. I Tyrkiet er den politiske usikkerhed modereret, men en fornyet eskalering udgør en risiko for markedet sammen med en forværring af det høje betalingsbalanceunderskud og den dermed forbundne usikkerhed omkring den økonomiske stabilitet.

Rusland er afdelingens største investeringsområde, og den politiske usikkerhed omkring konflikten i Ukraine og vestlige sanktioner udgør en risiko for markedet sammen med den svage oliepris. En svagere oliepris er en væsentlig risiko for markedet, idet både olieselskaber og de offentlige finanser i betydeligt omfang er afhængige af olieindtægter. Tyrkiet og Polen er to andre væsentlige investeringsområder i afdelingen, og derfor vil den økonomiske og politiske situation i landene og selskabernes indtjeningsudvikling have særlig stor betydning.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive, men beherskede afkast på aktiemarkederne i 2015, understøttet af vækst i selskabernes indtjening. Dette er baseret på en forventning om, at den pæne økonomiske vækst i USA fortsætter i 2015, samtidig med at væksten i Europa forventes at stige. Der er dog risiko for tilbagefald i aktiekurserne, hvis væksten skuffer, eller der opstår fornyet usikkerhed om fremtiden. Blandt de mange forhold, der vil kunne udløse dette, er politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, frygt for en strammere pengepolitik i USA, en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten og skuffende vækst i Kina.

Ved indgangen til 2015 er de største landevægte hhv. Rusland, Tyrkiet og Polen, og vi forventer, at disse tre lande også i 2015 vil udgøre en væsentlig andel af afdelingen. Aktieudvælgelsen er en meget vigtig del af den løbende porteføljepleje.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

ØSTEUROPA

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	152	103
2 Udbytter	38.002	30.477
I alt renter og udbytter	38.154	30.579
3 Andre indtægter og omkostninger:		
Andre indtægter	18	0
I alt andre indtægter og omkostninger:	18	0
4 Kursgevinster og -tab:		
Kapitalandele	÷170.763	÷45.799
Valutakonti	2.653	4.522
Øvrige aktiver/passiver	46	9
5 Handelsomkostninger	÷918	÷380
I alt kursgevinster og -tab	÷168.982	÷41.647
I alt indtægter	÷130.810	÷11.068
6 Administrationsomkostninger	14.294	14.506
Resultat før skat	÷145.104	÷25.574
7 Skat	5.953	2.027
Årets nettoresultat	÷151.057	÷27.601
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	957	23.738
Overført fra sidste år	190	0
I alt formuebevægelser	1.147	23.738
Til disposition	÷149.910	÷3.864
8 Til rådighed for udlodning	÷20.644	45.814
Foreslået udlodning	0	45.623
Overført til udlodning næste år	÷20.644	190
Overført til formuen	÷129.266	÷49.677

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	2.224	15.012
I alt likvide midler	2.224	15.012
Kapitalandele:		
Not. aktier fra udl. selskaber	720.383	943.999
I alt kapitalandele	720.383	943.999
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	5.518	0
I alt andre aktiver	5.518	0
Aktiver i alt	728.125	959.010
PASSIVER		
9 Medlemmernes formue	726.269	954.828
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	514	4.182
Mellemvær: vedr. handelsaf v.	1.342	0
I alt anden gæld	1.856	4.182
Passiver i alt	728.125	959.010

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	28,20	÷22,01	24,85	÷3,66	÷16,22
Benchmarkafkast (pct.)	26,37	÷22,14	25,93	÷8,50	÷19,89
Indre værdi (DKK pr. andel)	405,07	315,20	390,27	366,25	289,77
Nettoresultat (t.DKK)	184.812	÷389.944	272.500	÷27.601	÷151.057
Udbytte (DKK pr. andel)	1,00	3,00	9,75	17,50	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,58	1,63	1,68	1,66	1,66
ÅOP	2,01	2,04	2,10	1,99	2,06
Omsætningshastighed (antal gange)	0,13	0,24	0,25	0,11	0,26
Medlemmernes formue (t.DKK)	832.503	1.204.965	1.046.295	954.828	726.269
Antal andele	2.055.183	3.822.912	2.680.930	2.607.052	2.506.379
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

ØSTEUROPA

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE
(FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	152	103
I alt renteindtægter	152	103

NOTE 2: UDBYTTET I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	38.002	30.477
I alt udbytter	38.002	30.477

NOTE 3: ANDRE INDTÆGTER OG OMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Gebyrindtægt ved aktieudlån	18	0
I alt andre indtægter og omkostninger	18	0

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	÷170.763	÷45.799
Valutakonti	2.653	4.522
Øvrige aktiver/passiver	46	9
Handelsomkostninger	÷918	÷380
I alt kursgevinster og -tab	÷168.982	÷41.647

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷1.154	÷2.359
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	235	1.979
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷918	÷380

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013		
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	6
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	5
Andre honorarer til revisorer	0	0	72	3
Markedsføringsomkostninger	0	0	3.284	206
Gebyrer til depotselskab	0	0	983	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	2.678	16
Øvrige omkostninger	635	32	87	70
Managementhonorar	12.530	0	6.938	0
Fast administrationshonorar	1.097	0	158	0
I alt opdelte adm.omk.	14.262	32	14.200	306
I alt adm.omkostninger		14.294		14.506

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et fast honorar som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne m.v., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør påliggende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar.

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	5.953	2.027
I alt skat	5.953	2.027

NOTE 8: TIL RÅDIGHED FOR UDLØDNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	38.154	30.579
Ikke refunderbar udbytteskat	÷5.953	÷2.027
Regulering vedr. udbytteskat m.v.	18	0
Kursgevinst til udlodning	÷53.543	74.946
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	14.294	14.506
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	957	23.738
Fremførbare tab fra sidste år	0	÷66.917
Udlodning overført fra sidste år	190	0
I alt til rådighed for udlodning, brutto	÷34.471	45.814

Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	÷13.826	0
I alt til rådighed for udlodning, netto	÷20.644	45.814

NOTE 9: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	2.607.052	954.828	2.680.930	1.046.295
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		÷45.623		÷26.139
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		101		7.176
Emissioner i året	148.607	49.517	1.479.319	552.144
Indløsninger i året	÷249.280	÷81.759	÷1.553.197	÷598.951
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		263		1.904
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		÷957		÷23.738
Overført til udlodning fra sidste år		÷190		0
Overført til udlodning næste år		÷20.644		190
Foreslået udlodning		0		45.623
Overførsel af periodens resultat		÷129.266		÷49.677
I alt medlemmernes formue	2.506.379	726.269	2.607.052	954.828

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,2	98,9
I alt finansielle instrumenter	99,2	98,9
Øvrige aktiver og passiver	0,8	1,1
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten. I det beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallevej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

ØSTEUROPA KONVERGENS

Investerer i aktier i selskaber, hjemmehørende i eller som har væsentlige aktiviteter i Østeuropa ekskl. Rusland, i nye EU-lande og/eller i EU-kandidatlande. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i lande, der grænser op til Østeuropa. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2014«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer fortrinsvis i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i, eller som har væsentlige aktiviteter i Østeuropa eksklusive Rusland, i nye EU-lande og eller i EU-kandidatlande. En mindre andel kan investeres i selskaber hjemmehørende i lande, der grænser op til Østeuropa. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på disse østeuropæiske aktier. De østeuropæiske lande er fortsat karakteriserede ved at være en del af emerging markets-landene, selv om en række er medlemmer af EU. Dette betyder, at den politiske og økonomiske udvikling i landene kan udvise højere risici end i udviklede økonomier, hvorfor der kan forekomme større udsving på landenes aktiemarkeder end på aktiemarkederne i de udviklede lande. Blandt særlige økonomiske risici kan nævnes, at visse lande har relativt store budgetunderskud, der kan udgøre en destabiliserende faktor i perioder. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, nye markeder/emerging markets, selskabsspecifikke forhold, modpartsrisiko og valuta.

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 6 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 1,18 pct., mens benchmark steg 2,53 pct. Afkastet var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter og har indfriet vores forventninger om positivt afkast. Men konflikten i Ukraine, skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

De østeuropæiske aktiemarkeder eksklusive Rusland endte året med et positivt afkast. Landene imellem varierede udviklingen dog, med positive afkast i lande i som Tyrkiet, Tjekkiet og Rumænien og negative afkast i Ungarn og Polen. Tyrkiet, der var blandt de bedste markeder i 2014, blev positivt understøttet af lokalvalg i marts måned, der faldt positivt ud for den siddende regering og dermed mindskede den politiske usikkerhed, der prægede markederne i årets første måneder. Også en løbende forbedring af underskuddet på betalingsbalancen hjulpet af lavere, men fortsat positiv økonomisk vækst og faldende oliepriser bidrog til den positive markedsudvikling. Det polske aktiemarked endte året lavere, selv om økonomien viste fremgang i 2014, og inflationsudviklingen var meget behersket. Medvirkende hertil var lave og faldende renter, der reducerede indtjeningsvæksten i banker, usikkerhed omkring den økonomiske vækst i Europa og konflikten i Ukraine.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 1,35 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Det skyldtes særligt afdelingens overvægt i Estland samt dens undervægt i Rumænien og Slovenien. Aktievalget i Tyrkiet og Polen og Tjekkiet bidrog positivt. Blandt de positive selskabsbidrag var den tyrkiske autodi-

AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Juni 2004
Risikoindeks [1-7]: 6
Benchmark: 85% Dow Jones STOXX EU Enlarged TMI inkl. nettoudbytter og 15% MSCI Turkey inkl. udbytter
Fondskode: DK0016275464
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

LANDEFORDELING

Polen	52,1%
Tyrkiet	21,4%
Tjekkiet	6,6%
Ungarn	5,3%
Rumænien	3,9%
Øvrige inkl. likvide	10,7%

NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,13
Standardafvigelse	18,77
Tracking error	2,98
Information Ratio	0,86
Sharpe Ratio (benchm.)	-0,01
Standardafvigelse (benchm.)	18,70
Active share	39,88

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

ØSTEUROPA KONVERGENS

stributør Dogus Otomotiv, det polske industriselskab Kety og det polske byggeselskab Budimex. Blandt de negative selskabsbidrag var den estiske færgeoperatør Tallink, den østrigske bank Raiffeisen International og portugisiske Jeronimo Martins, der ejer supermarkedskæden Biedronka i Polen.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

For Polen og de øvrige lande i Østeuropa eksklusive Rusland udgør en lavere vækst i Europa en risiko for væksten i landene som følge af det økonomiske samkvem. En eskalering af konflikten mellem Rusland og Ukraine er en anden risikofaktor for markederne. I Tyrkiet er den politiske usikkerhed modereret, men en fornyet eskalering udgør en risiko for markedet sammen med en forværring af det høje betalingsbalanceunderskud og den dermed forbundne usikkerhed omkring den økonomiske stabilitet.

Polen og Tyrkiet er afdelingens største investeringsområder, og derfor vil den økonomiske og politiske situation i landene og selskabernes indtjeningsudvikling have særlig stor betydning.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer positive, men beherskede afkast på aktiemarkederne i 2015, understøttet af vækst i selskabernes indtjening. Dette er baseret på en forventning om, at den pæne økonomiske vækst i USA fortsætter i 2015, samtidig med at væksten i Europa forventes at stige. Der er dog risiko for tilbagefald i aktiekurserne, hvis væksten skuffer, eller der opstår fornyet usikkerhed om fremtiden. Blandt de mange forhold, der vil kunne udløse dette, er politisk uro om det fremtidige samarbejde i Europa, frygt for en strammere pengepolitik i USA, en forværring af konflikten mellem Rusland og Vesten og skuffende vækst i Kina.

Ved indgangen til 2015 er de største landevægte hhv. Polen, Tyrkiet og Tjekkiet, og vi forventer, at disse tre lande også i 2015 vil udgøre en væsentlig andel af afdelingen. Aktieudvælgelsen er en meget vigtig del af den løbende porteføljepleje.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af udviklingen i væksten i USA og Kina, fornyet uro om det fremtidige samarbejde i Europa eller en forværring af den geopolitiske udvikling i Østeuropa.

ØSTEUROPA KONVERGENS

RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	11	21
2 Renteudgifter	1	0
3 Udbytter	2.809	4.247
I alt renter og udbytter	2.819	4.267
Andre indtægter og omkostninger:		
4 Andre indtægter	15	0
I alt andre indtægter og omkostninger:	15	0
Kursgevinster og -tab:		
5 Kapitalandele	÷755	÷4.571
Valutakonti	245	636
Øvrige aktiver/passiver	÷9	4
6 Handelsomkostninger	÷82	÷48
I alt kursgevinster og -tab	÷600	÷3.979
I alt indtægter	2.234	289
7 Administrationsomkostninger	1.298	1.709
Resultat før skat	935	÷1.420
8 Skat	124	÷181
Årets nettoresultat	811	÷1.239
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	÷689	19.533
Overført fra sidste år	÷21.368	264
I alt formuebevægelser	÷22.058	19.796
Til disposition	÷21.246	18.557
9 Til rådighed for udlodning	÷25.268	÷21.368
Overført til udlodning næste år	÷25.268	÷21.368
Overført til formuen	4.021	39.925

BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
AKTIVER		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	908	188
I alt likvide midler	908	188
Kapitalandele:		
Not. aktier fra udl. selskaber	84.067	82.232
I alt kapitalandele	84.067	82.232
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	194	0
Mellemvær: vedr. handelsaf.v.	0	635
Aktuelle skatteaktiver	47	53
I alt andre aktiver	241	688
Aktiver i alt	85.216	83.108
PASSIVER		
10 Medlemmernes formue	85.152	82.781
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	64	327
I alt anden gæld	64	327
Passiver i alt	85.216	83.108

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	20,72	÷28,11	31,11	0,90	1,18
Benchmarkafkast (pct.)	-	-	-	÷3,64	2,53
Indre værdi (DKK pr. andel)	140,57	99,70	126,65	121,75	123,19
Nettoresultat (t.DKK)	49.677	÷66.690	46.223	÷1.239	811
Udbytte (DKK pr. andel)	2,00	3,50	5,75	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,55	1,67	1,73	1,66	1,60
ÅOP	2,00	2,11	2,13	2,02	2,05
Omsætningshastighed (antal gange)	0,10	0,10	0,03	0,05	0,16
Medlemmernes formue (t.DKK)	267.193	170.664	168.814	82.781	85.152
Antal andele	1.900.729	1.711.737	1.332.957	679.918	691.227
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

ØSTEUROPA KONVERGENS

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE
(FORTSAT)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	11	21
I alt renteindtægter	11	21

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2014	2013
Andre renteudgifter	1	0
I alt renteudgifter	1	0

NOTE 3: UDBYTTER I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	2.809	4.247
I alt udbytter	2.809	4.247

NOTE 4: ANDRE INDTÆGTER OG OMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Gebyrindtægt ved aktieudlån	15	0
I alt andre indtægter og omkostninger	15	0

NOTE 5: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	÷755	÷4.571
Valutakonti	245	636
Øvrige aktiver/passiver	÷9	4
Handelsomkostninger	÷82	÷48
I alt kursgevinster og -tab	+600	+3.979

NOTE 6: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷148	÷324
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	66	276
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷82	÷48

NOTE 7: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	0	0	1
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	1
Andre honorarer til revisorer	0	0	38	0
Markedsføringsomkostninger	0	0	485	24
Gebyrer til depotselskab	0	0	70	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	396	2
Øvrige omkostninger	12	3	14	11
Managementhonorar	1.180	0	634	0
Fast administrationshonorar	104	0	33	0
I alt opdelte adm.omk.	1.295	3	1.670	39
I alt adm.omkostninger		1.298		1.709

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar. Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentsation af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den af tale og den sammensætning af honorarerne m.v., der var gældende på daværende tidspunkt. I årsregnskabet for 2013 var managementhonorar indregnet i det »faste administrationshonorar«, mens gebyrer til depotselskab udgjorde en selvstændig omkostning. Sammenligningstal for 2013 er dog tilpasset for så vidt angår managementhonorar, som er udskilt af det »faste administrationshonorar«. Betaling af honorar for januar 2014 inden aftalens ændring er anført under øvrige omkostninger. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration, som fra 01.07.2013 indeholder managementhonorar:

NOTE 8: SKAT I 1.000 DKK	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	124	÷181
I alt skat	124	÷181

NOTE 9: TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	2.819	4.267
Ikke refunderbar udbytteskat	÷124	181
Regulering vedr. udbytteskat m.v.	21	2
Kursgevinst til udlodning	÷5.999	÷7.945
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	1.298	1.709
Udlodningsregulering		
ved emission/indløsning	÷689	19.533
Fremførbare tab fra sidste år	0	÷37.420
Udlodning overført fra sidste år	÷21.368	264
I alt til rådighed for udlodning, brutto	÷26.639	÷22.828

Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	÷1.371	÷1.460
I alt til rådighed for udlodning, netto	÷25.268	÷21.368

NOTE 10: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	679.918	82.781	1.332.957	168.814
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		0		÷7.665
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		0		1.999
Emissioner i året	90.517	11.287	47.890	5.839
Indløsninger i året	÷79.208	÷9.768	÷700.929	÷85.236
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		41		268
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		689		÷19.533
Overført til udlodning fra sidste år		21.368		÷264
Overført til udlodning næste år		÷25.268		÷21.368
Overførsel af periodens resultat		4.021		39.925
I alt medlemmernes formue	691.227	85.152	679.918	82.781

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,7	99,3
I alt finansielle instrumenter	98,7	99,3
Øvrige aktiver og passiver	1,3	0,7
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallevej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

FÆLLES NOTER

Anvendt regnskabspraksis

Årsrapporten for 2014 aflægges efter lov om investeringsforeninger m.v. Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til årsrapporten for 2013

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling til investeringsforvaltningsselskabets for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljerådgivning/-forvaltning, formidling og andre ydelser på vegne af foreningens afdelinger, fra 1. februar 2014 alene består af et administrationshonorar og et managementhonorar.

Administrationshonoraret udgør fra 1. februar 2014 således et »fast honorar« som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Præsentationen af omkostningerne i noterne til den enkelte afdeling for 2014 følger den ændrede aftale og er dermed ikke direkte sammenlignelig med tallene for 2013, der afspejler den aftale og den sammensætning af honorarerne mv., der var gældende på daværende tidspunkt.

Gebyr for aktieudlån er for 2014 vist i separat linie i resultatopgørelsen. Sammenligningstal for 2013 er ændret tilsvarende.

Præsentation af regnskabstal

Tal er i resultatopgørelse, balance og noter præsenteret i hele 1.000 i den aktuelle valuta, som afdelingen eller andelsklassen udarbejdes i. Sumtal er angivet som de faktiske tal afrundet til hele 1.000, hvilket kan medføre afrundingsdifférence ved efterregning af sumtal.

Generelt om indregning og måling

I resultatopgørelsen indregnes indtægter i takt med, at de indtjenes, herunder indregnes værdireguleringer af finansielle aktiver og forpligtelser. Endvidere indregnes omkostninger, der er afholdt for at opnå periodens indtjening. Dog overføres handelsomkostningerne i forbindelse med køb og salg af finansielle instrumenter forårsaget af emission og indløsning i afdelingen til medlemmernes formue.

Aktiver indregnes i balancen, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde afdelingen, og aktivets værdi kan måles pålideligt.

Forpligtelser indregnes i balancen, når de er sandsynlige og kan måles pålideligt.

Ved første indregning måles aktiver og forpligtelser til dagsværdi. Efterfølgende måles aktiver og forpligtelser som beskrevet for hver enkelt regnskabspost nedenfor.

Ved indregning og måling af aktiver og forpligtelser tages der hensyn til oplysninger, der fremkommer efter balancedagen, men inden regnskabet udarbejdes, hvis – og kun hvis – oplysningerne bekræfter eller afkræfter forhold, som er opstået senest på balancedagen.

RESULTATOPGØRELSEN

Renter og udbytter

Renteindtægter omfatter renter af obligationer og af indestående i depotselskabet samt af indestående i andre pengeinstitutter. Endvidere indgår nettoindtægten ved repo-aftaler og reverse repo-aftaler.

Aktieudbytter omfatter årets indtjente udbytter.

Andre indtægter og omkostninger

Vederlag fra aktieindlån indgår under »Andre indtægter«

Kursgevinster og -tab

I resultatopgørelsen indregnes såvel realiserede som urealiserede gevinster og tab på aktiver og passiver.

For obligationer og kapitalandele opgøres de realiserede kursgevinster og -tab som forskellen mellem dagsværdi på salgstidspunktet og dagsværdien ved årets begyndelse eller dagsværdi på anskaffelsestidspunktet ved erhvervelse i regnskabsåret. Urealiserede kursgevinster og -tab opgøres som forskellen mellem dagsværdien på balancedagen og dagsværdien ved årets begyndelse eller dagsværdi på anskaffelsestidspunktet ved erhvervelse i regnskabsåret. For udlånte aktier opgøres kursgevinster og -tab på samme vis.

Ændringer i dagsværdien af afledte finansielle instrumenter indregnes i resultatopgørelsen under afledte finansielle instrumenter.

Under handelsomkostninger føres alle direkte omkostninger i forbindelse med handel med finansielle instrumenter. Omkostninger, der ikke kan opgøres eksakt, eksempelvis fordi de er inkluderet i spread, indregnes i det omfang, de er aftalt med tredjemand. Den del af handelsomkostningerne, som er afholdt i forbindelse med køb og salg af finansielle instrumenter, og som er forårsaget af emission og indløsning, overføres dog til »Medlemmernes formue«. Den sidstnævnte del er opgjort som den andel, provenuet af emissionerne og indløsningerne udgør af kursværdien af de samlende handler.

Administrationsomkostninger

»Afdelingsdirekte omkostninger« består af de omkostninger, som kan henføres direkte til den enkelte afdeling. »Andel af fællesomkostninger« er afdelingernes andel af de udgifter, der vedrører to eller flere afdelinger. Fordelingen sker under hensyntagen til størrelsen af afdelingernes formue. »Fast administrationshonorar« udgør pålignede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S vedrørende administration. Administrationshonoraret inkluderer blandt andet udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v.

»Managementhonorar« udgør pålignede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S vedrørende porteføljerådgivning/-forvaltning samt formidling.

Når en afdeling ejer andele i en anden afdeling, friholdes moderafdelingen for en række betalinger for at undgå dobbeltbetaling for samme ydelse. Der overføres et beregnet beløb i moderafdelingen fra »Kursgevinster og -tab på investeringsbeviser« til »Administrationsomkostninger«. Denne overførsel svarer til den andel af datterafdelingens administrationsomkostninger, som moderafdelingen indirekte betaler, og som umiddelbart indgår i »Kursgevinster og -tab på investeringsbeviser«. Dette overførte beløb medtages ikke under administrationsomkostninger, når udlodningen gøres op.

Skat

Skat indeholder udbytteskat og renteskat, som er tilbageholdt i udlandet, og som ikke kan refunderes.

Udlodning

De udloddende afdelinger foretager årligt en udlodning, der opfylder kravene til minimumsudlodning i Ligningslovens § 16 C.

»Til rådighed for udlodning« opgøres således at, i det omfang den pågældende afdeling har indkomst af den pågældende art, foretager afdelingen udlodning på grundlag af de i regnskabsåret

- indtjente renter samt vederlag for udlån af værdipapirer,
- indtjente udbytter fratrukket indeholdt udbytteskat og tillagt tilbageholdt udbytteskat samt låntagers betaling til långiver af dennes manglende udbytte ved aktieudlån,
- realiserede kursgevinster/-tab på kapitalandele (kursgevinster på kapitalandele som beskattes efter aktieavancebeskatningslovens § 19 beregnes dog efter lagerprincippet),
- realiserede kursgevinster /-tab på obligationer og skatkammerbeviser,
- realiserede kursgevinster/-tab på valutakonti,
- kursgevinster/-tab ved afdelingens anvendelse af afledte finansielle instrumenter, beregnet efter lagerprincippet.

Realiserede tab indgår således i afdelingernes udlodning, hvorved det udlodningspligtige beløb kan blive negativt. Den samlede negative udlodning for en afdeling overføres i så fald til fremførsel i efterfølgende års udlodning.

Inden udlodning fragår afdelingens administrationsomkostninger.

Udlodningsprocenten beregnes som beløbet til rådighed for udlodning i procent af den cirkulerende kapital i afdelingen på balancedagen. Den beregnede procent nedrundes i overensstemmelse med Ligningslovens § 16 C til nærmeste 0,10.

Forskellen mellem det regnskabsmæssige resultat og udlodningen tillægges/fradrages den pågældende afdelings formue.

»Overført til udlodning næste år« består af restbeløbet efter nedrundning af »Til rådighed for udlodning«.

Udlodningsreguleringen beregnes således, at udlodningsprocenten er af samme størrelse før og efter emission og indløsning.

Ved emission beregnes udlodningsreguleringen som en andel af det beløb, der er til rådighed for udlodning på emissionsdagen. Andelen beregnes som emissionens nominelle værdi i forhold til den cirkulerende kapital. En del af det ved emissionen indbetalte beløb anvendes således til udbetaling af udlodning. Ved indløsning foretages beregning, som på tilsvarende vis nedbringer udbetalingen af udlodning.

»Overført til udlodning fra sidste år« består af nedrundningen af udlodningsbeløbet fra sidste år.

Ved skattefri fusion indregnes i udlodningen for den fortsættende afdeling renter, udbytter, kursgevinster og administrationsomkostninger optjent i den ophørende afdeling i perioden fra primo året til fusionsdagen.

BALANCEN

Likvide midler

Likvide midler indeholder indlånskonti i pengeinstitutter, som er til fri disposition. Likvide midler i fremmed valuta måles til noterede valutakurser på balancedagen.

Obligationer og kapitalandele

Obligationer og kapitalandele måles til dagsværdi. Dagsværdi fastsættes på noterede obligationer og kapitalandele til lukkekursen på balancedagen, eller hvis en sådan ikke foreligger, til en anden officiel kurs, der må antages bedst at svare hertil. Hvis denne kurs ikke afspejler instrumentets dagsværdi på grund af manglende eller utilstrækkelig handel i tiden op til balancedagen, fastlægges dagsværdien ved hjælp af en værdisættelsesteknik, der har til formål at fastlægge den transaktionspris, som ville fremkomme i en handel på målingstidspunktet mellem uafhængige parter, der anlægger normale

forretningsmæssige betragtninger. Noterede værdipapirer i fremmed valuta måles til noterede valutakurser på balancedagen. Udtrukne obligationer måles til nutidsværdi fastsat til kurs 100 med tilbagediskontering efter individuel vurdering. Unoterede obligationer og aktier måles til dagsværdien fastsat efter almindelige anerkendte metoder. For investeringsbeviser i afdelinger i investeringsforeninger, hvor foreningens administrator har fuld indsigt i sammensætningen af afdelingens underliggende obligationer og kapitalandele (funds of funds), måles disse på basis af ovennævnte målingsprincipper anvendt på de underliggende obligationer og kapitalandele. Værdipapirer indgår og udtages på handelsdagen. Obligationer, som indgår i repo-aftale, eller som er solgt på termin, indgår under obligationer. Udlånte aktier indgår i balancen under kapitalandele.

Afledte finansielle instrumenter

Afledte finansielle instrumenter måles til dagsværdi. Afledte finansielle instrumenter med positiv dagsværdi indgår under aktiver, og hvis de har negativ dagsværdi under passiver. Ændring i dagsværdi indregnes i resultatopgørelsen under »Kursgevinster og -tab«.

Andre aktiver

Andre aktiver måles til dagsværdi, og der indgår:

- »Tilgodehavende renter« bestående af periodiserede renter på balancedagen.
- »Tilgodehavende udbytte« bestående af udbytter deklareret før balancedagen med afregning efter balancedagen.
- »Mellemværende vedrørende handelsafvikling« bestående af værdien af proventet fra salg af finansielle instrumenter samt fra emissioner før balancedagen, hvor betalingen sker efter balancedagen. Der foretages modregning i tilsvarende beløb omtalt under »Anden gæld« pr. modpart pr. dag, betalingerne forfalder.
- »Aktuelle skatteaktiver« bestående af refunderbar udbytteskat og renteskat tilbageholdt i udlandet.

Medlemmernes formue

»Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser« består af den foreslåede udlodning pr. 31. december året før beregnet som udbytteprocenten ganget med cirkulerende kapital pr. 31. december året før.

»Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning« består af forskellen mellem den efter generalforsamlingen udbetalte udlodning på grundlag af den på dette tidspunkt cirkulerende kapital og udlodningen beregnet pr. 31. december året før.

Anden gæld

»Anden gæld« måles til dagsværdi.

»Mellemværende vedrørende handelsafvikling« består af værdien af proventet fra køb af finansielle instrumenter samt fra indløsninger før balancedagen, hvor betalingen sker efter balancedagen. Der foretages modregning i tilsvarende beløb omtalt under »Andre aktiver« pr. modpart pr. dag, betalingerne forfalder.

Omregning af fremmed valuta

Valutakursdifferencer, der opstår mellem transaktionsdagens kurs og kursen på betalingsdag, indregnes i resultatopgørelsen under »Kursgevinster og -tab«.

Transaktioner i fremmed valuta omregnes til transaktionsdagens kurs. Værdipapirbeholdninger, likvide midler og tilgodehavender i fremmed valuta omregnes til balancedagens kurs. Forskellen mellem balancedagens kurs og kursen på tidspunktet for værdipapirbeholdningens anskaffelse eller tilgodehavendets opståen indregnes i resultatopgørelsen under »Kursgevinster og tab«.

Afdelinger med andelsklasser

Visse afdelinger udbydes i flere andelsklasser i forskellige valutaer. En sådan afdeling består således af en fællesportefølje, hvor der foretages den for andelsklassernes fælles investering i værdipapirer og afholdes omkostninger afledt heraf. Hertil kommer andelsklassernes klassespecifikke transaktioner fra valutaafdækning, bankkonti samt omkostninger.

Der udarbejdes et samlet regnskab for hele afdelingen samt noter til de enkelte andelsklasser.

Nøgletallene vedrørende afkast, indre værdi, omkostninger og antal andele beregnes for de enkelte klasser. I de tilfælde, hvor en klasse ved etableringen viderefører den pågældende afdeling, vises de for klassen relevante nøgletal med historikken.

Afdelingsfusion

Ved fusion indregnes og måles de overtagne aktiver og forpligtelser i den ophørende afdeling til disses dagsværdi på ombytningsdagen. Fusionsvederlaget, som den fortsættende afdeling modtager på ombytningsdagen tilføres afdelingen i en særlig linje under »Medlemmernes formue«. Der foretages hverken tilpasning af formuen primo i den fortsættende afdeling eller af sammenligningstal i resultatopgørelse, balance og noter.

Nøgletal

Afkast

Beregnes således:

$$\left(\frac{[(\text{Indre værdi ultimo året} + \text{Geninvesteret udlodning}) / \text{Indre værdi primo året}] - 1}{100} \right)$$

Geninvesteret udlodning = Udlodning i kroner pr. andel x Indre værdi ultimo / Indre værdi umiddelbart efter udlodning.

Benchmarkafkast

Benchmarkafkast er en opgørelse af udviklingen i det benchmark [markedsindeks], som afdelingen måler sig imod. Dette afkast indeholder i modsætning til afdelingernes afkast ikke administrationsomkostninger.

Indre værdi

Beregnes som Medlemmernes formue / Cirkulerende andele og udtrykker værdien pr. andel.

Udlodning

Udlodning i pct. beregnes som Foreslået udlodning i pct. + Udbetalt acontoudlodning i pct.

Foreslået udlodning i pct. = Foreslået udlodning / Cirkulerende kapital.

Udlodning i kroner pr. andel = Udlodning i pct. x Andelenes stykstørrelse / 100.

Administrationsomkostninger i pct.

Beregnes som Administrationsomkostningerne / Medlemmernes gennemsnitlige formue x 100.

Som »Administrationsomkostninger« anvendes den tilsvarende post i resultatopgørelsen, og »Medlemmernes gennemsnitlige formue« er beregnet som et simpelt gennemsnit af formuens værdi opgjort dagligt.

ÅOP

Beregnes som summen af følgende fire elementer:

Administrationsomkostninger i pct. omregnet til helårsniveau. For at opnå ensretning med ÅOP i Central Investorinformation anvendes fra og med 2012 de aktuelle satser i stedet for de realiserede omkostninger for de afdelinger, der i løbet af året har ændret satser, Sammenligningstal er ikke tilrettede.

Direkte handelsomkostninger ved løbende drift opgjort i pct. af den gennemsnitlige formue omregnet til helårsniveau.

1/7 af det maksimale emissionstillæg som det fremgår af det gældende prospekt.

1/7 af det maksimale indløsningsfradrag som det fremgår af det gældende prospekt.

Omsætningshastighed i antal gange

Opgøres som $\frac{[(\text{Værdi af køb} + \text{Værdi ved salg}) / 2]}{\text{Medlemmernes gennemsnitlige formue}}$.

Værdi af køb og værdi af salg opgøres som ovennævnte »Kursværdi af køb og salg af værdipapirer« korrigeret for regnskabsårets emissioner og indløsninger, udbetalte udbytter og likviditet fra driften m.m., således at $\frac{[(\text{Værdi af køb} + \text{Værdi ved salg}) / 2]}$ svarer til handel som følge af porteføljeplejje. Medlemmernes gennemsnitlige formue opgøres som beskrevet under »Administrationsomkostninger i pct.«

Nøgletal for risiko

Disse nøgletal beregnes, på nær Active Share, fra afdelingernes start over en periode på maksimum fem år, dog kun for afdelinger som har eksisteret i mindst 36 måneder. Sharpe Ratio og Standardafvigelse beregnes både for de pågældende afdelinger og deres benchmark. Active Share beregnes på statusdagen.

Sharpe Ratio er et matematisk udtryk for merafkastet af en investering i forhold til risikoen. Beregnes som det historiske afkast minus den risikofri rente [merafkastet] divideret med standardafvigelsen på merafkastet.

Standardafvigelse er et statistisk udtryk for udsving i afkastet.

Tracking error er et matematisk udtryk for variationen i forskellen på afkastet mellem en afdeling og dens benchmark.

Information Ratio er et matematisk udtryk for forholdet mellem merafkastet og risikoen af en investeringsportefølje i forhold til et benchmark. Nøgletallet udtrykker, hvor meget ekstraafkast en investor har opnået ved at påtage sig en given risiko i forhold til benchmark.

Active Share er et mål for, hvor stor en andel af porteføljen der ikke er sammenfaldende med det valgte benchmark. Dette nøgletal viser et øjebliksbillede på statusdagen.

Risikoindikatoren er et udtryk for den typiske sammenhæng mellem risikoen ved og afkastmuligheder af investeringen. Placeringen på indikatoren er bestemt af udsvingene i afdelingens indre værdi de seneste fem år og/eller repræsentative data. Store historiske udsving er lig med høj risiko og små udsving er lig med en lavere risiko. Tallet kan svinge mellem 1 og 7.

Udbytternes skattemæssige fordeling

OVERSIGT OVER 2014-UDBYTTERNES SKATTEMÆSSIGE FORDELING

Navn	Stk. størrelse i DKK	Foreslået udbytte i DKK pr. stk.	Almindelig opsparing		
			Kapital- indkomst i DKK pr. stk.	Aktie indkomst i DKK pr. stk.	Skattefri- indkomst i DKK pr. stk.
Bioteknologi	100	62,10	0,00	62,10	0,00
Danmark	100	29,10	0,00	29,10	0,00
Danmark Fokus	100	21,60	0,00	21,60	0,00
Danmark Indeks	100	21,70	0,00	21,70	0,00
Danmark Indeks Small Cap	100	0,00	-	-	-
Dannebrog Mellemlange Obligationer	a conto	1,00	1,00	0,00	0,00
Dannebrog Mellemlange Obligationer	restudbytte	100	2,63	0,00	0,47
Danske Indeksobligationer	100	14,30	1,96	0,00	12,34
Danske Korte Obligationer	100	2,00	1,72	0,00	0,28
Danske Lange Obligationer	a conto	100	1,30	0,00	0,00
Danske Lange Obligationer	restudbytte	100	4,52	0,00	0,88
Euro High Yield-Obligationer	100	9,90	9,90	0,00	0,00
Euro Investment Grade-Obligationer	100	8,50	8,50	0,00	0,00
Europa	100	0,00	-	-	-
Europa Fokus	100	0,00	-	-	-
Europa Højt Udbytte	100	7,90	0,00	7,90	0,00
Europa Indeks	100	0,00	-	-	-
Europa Indeks BNP	100	0,00	-	-	-
Europa Small Cap	100	0,00	-	-	-
Europæiske Obligationer	100	6,90	6,90	0,00	0,00
Fjernøsten	100	27,50	0,00	27,50	0,00
Fjernøsten Indeks	100	4,40	0,00	4,40	0,00
Fonde	a conto	100	1,10	0,00	0,00
Fonde	restudbytte	100	1,35	0,00	0,05
Global Højt udbytte	100	0,00	-	-	-
Global Indeks	100	0,00	-	-	-
Global Indeks 2	100	3,60	0,00	3,60	0,00
Global Plus	100	0,00	-	-	-
Global StockPicking	100	0,00	-	-	-
Global StockPicking 2	100	0,00	-	-	-
Globale High Yield-Obligationer	100	0,00	-	-	-
Globale Lange Indeksobligationer	100	0,00	-	-	-
Globale Mellemlange Indeksobligationer	100	0,00	-	-	-
Globale Virksomhedsobligationer	100	9,10	9,10	0,00	0,00
Japan	100	0,00	-	-	-
Kina	100	12,90	0,00	12,90	0,00
KlimaTrends	100	14,10	0,00	14,10	0,00
Latinamerika	100	0,00	-	-	-
Mix Obligationer	100	2,30	2,30	0,00	0,00
Norden	100	16,10	0,00	16,10	0,00
Norden Indeks	100	8,60	0,00	8,60	0,00
Nye Markeder	100	28,90	0,00	28,90	0,00
Nye Markeder Obligationer	100	0,20	0,20	0,00	0,00
Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta	100	0,00	-	-	-
Nye Markeder Small Cap	100	6,30	0,00	6,30	0,00
Teknologi	100	0,00	-	-	-
Tyskland	100	4,90	0,00	4,90	0,00
Udenlandske Obligationermarkeder	100	5,80	5,80	0,00	0,00
USA	100	4,20	0,00	4,20	0,00
Østeuropa	100	0,00	-	-	-
Østeuropa Konvergens	100	0,00	-	-	-

Skemaet viser, hvordan udbytte for 2014 skal behandles skattemæssigt i relation til almindelig opsparing. For pensionsopsparinger indgår hele udbyttet i grundlaget for PAL-skat. For selskaber indgår hele udbyttet i selskabsindkomsten.

Udbytte har - på nær acontoudbytte - normalt først relevans for selvangivelsen for 2015, idet udbytte først udbetales i 2015.

FÆLLES NOTER

Foreningens væsentligste aftaler

Her beskrives de væsentligste aftaler, som foreningen eller foreningens investeringsforvaltningsselskab på foreningens vegne har indgået pr. 1. januar 2015.

Aftale om administration

Foreningen har indgået aftale med sit investeringsforvaltningsselskab, Danske Invest Management A/S (DIMA), om, at selskabet varetager den daglige ledelse og administration af foreningen i overensstemmelse med lovgivningen, Finanstilsynets retningslinjer, foreningens vedtægter og anvisninger fra foreningens bestyrelse, herunder investeringsrammer for de enkelte afdelinger.

Aftalen indebærer, at DIMA foruden at stå for den løbende drift af foreningen bl.a. kan indgå aftaler med parter i ind- og udland om porteføljerådgivning/-forvaltning vedrørende foreningens afdelinger samt om distribution af foreningsandele.

Som honorar herfor betaler hver afdeling et honorar beregnet ud fra afdelingens gennemsnitlige formue. Honoraret består af to dele: en del [administrationshonorar] som udgør betaling for de løbende driftsomkostninger mv. og depotbankydelsen, og en del [managementhonorar] som udgør betaling for porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling af andele. Begge komponenter beregnes ud fra den enkelte afdelings gennemsnitlige formue. Satsene fremgår af afdelingernes gældende prospekter, der kan findes på hjemmesiden danskeinvest.com.

Eventuelle yderligere omkostninger til væsentlige, særlige opgaver pålagt af myndigheder, bestyrelsen eller generalforsamlingen betales direkte af den eller de berørte afdelinger.

Aftale om depot og depotbankfunktion

Foreningen har indgået aftale med Danske Bank om, at banken som depotselskab forvalter og opbevarer værdipapirer og likvide midler særskilt for hver af foreningens afdelinger i overensstemmelse med den til enhver tid gældende lovgivning samt Finanstilsynets bestemmelser og påtager sig de heri fastlagte kontrolopgaver og forpligtelser.

Omkostningen hertil afholdes af DIMA, idet afdelingernes administrationshonorar omtalt ovenfor også dækker betaling for denne ydelse.

Aftale om formidling af investeringsbeviser

DIMA har i overensstemmelse med ovennævnte administrationsaftale indgået aftale med Danske Bank om, at banken varetager formidling af foreningens andele gennem Danske Bank og andre distributører i ind- og udland. Aftalen med Danske Bank indebærer endvidere, at banken via sin Investeringslinje yder rådgivning til investorer hjemmehørende i pengeinstitutter, som ikke har indgået formidlingsaftale vedrørende foreningen.

Omkostningen hertil afholdes af DIMA, idet afdelingernes managementhonorar omtalt ovenfor også dækker betaling for denne ydelse.

Endvidere har foreningen indgået aftale med Danske Bank om, at banken i forbindelse med nytegning af beviser forestår emissionsaktiviteterne. Som honorar for denne ydelse får Danske Bank en tegningsprovision. Tegningsprovisionen er ikke en del af den løbende drift af foreningen og afdelingerne og indgår derfor ikke i administrationsomkostningerne, men i emissionstillægget. Tegningsprovisionen udløses kun, når der er tilgang af kapital til en afdeling.

Aftaler om porteføljerådgivning og -forvaltning m.v.

DIMA har i overensstemmelse med ovennævnte administrationsaftale indgået aftale med Danske Capital, som er en division af Danske Bank, om ydelse af porteføljerådgivning. Danske Capitals hovedvirksomhed er kapitalforvaltning. Aftalen indebærer, at Danske Capital yder rådgivning til DIMA om transaktioner, som Danske Capital anser for fordelagtige som led i porteføljestyringen. De enkelte forslag til investeringer, som skal ligge inden for de rammer og retningslinjer, der blandt andet er fastsat i den enkelte afdelings investeringspolitik, skal forelægges investeringsforvaltningsselskabets investeringsafdeling, som tager stilling til om og i hvilket omfang, de skal føres ud i livet.

DIMA har endvidere indgået porteføljevaltningsaftaler med et antal porteføljevaltere. I tilknytning hertil yder Danske Capital birådgivning vedrørende bl.a. udvælgelse og regelmæssig evaluering af porteføljevalterne.

Omkostningerne til porteføljerådgivning og -forvaltning afholdes af DIMA, idet afdelingernes managementhonorar omtalt ovenfor også dækker betaling for denne ydelse.



Aftale om prisstillelse i markedet

DIMA har med Danske Bank indgået aftale om, at banken i blandt andet NASDAQ Copenhagens handelssystemer og i bankens strakshandelssystem løbende – med forbehold for særlige situationer – stiller priser for afdelingernes investeringsbeviser med det formål at fremme likviditeten ved handel med beviser. Prisstillelsen skal ske med såvel købs- som salgspriser og på baggrund af aktuelle emissions- og indløsningspriser.

Omkostningen hertil afholdes af DIMA, idet afdelingernes administrationshonorar omtalt ovenfor også dækker betaling for denne ydelse.

Aftaler om handel med værdipapirer

Et element i aftalerne med Danske Capital er vilkårene for værdipapirhandler i forbindelse med den løbende pleje af de enkelte porteføljer.

Handlerne placeres hos såvel Danske Banks handelsfunktioner som hos andre bankers handelsfunktioner, jf. omtalen under »Omkostninger«.

Handlerne sker til priserne i det professionelle/institutionelle marked i ind- og udland med tillæg respektive fradrag af eventuel kurtage hos brokere, skatter, udenlandske omkostninger, afviklingsgebyrer og lign.

Tilsvarende vilkår gælder ved andre porteføljerådgiveres/-forvalteres gennemførelse af værdipapirhandler.

Handelsomkostningerne – kurtage og eventuelle kurs-spread m.v. – indgår ikke i afdelingernes årlige administrationsomkostninger, men er typisk et tillæg til prisen ved afdelingernes køb og et fradrag i prisen ved afdelingernes salg af værdipapirer. Beløbene indgår i resultatopgørelsen i kategorien »Kursgevinster og -tab« under posten »Handelsomkostninger«.

Honorarer

REVISIONSHONORAR

Foreningens samlede udgift til revision i 1.000 DKK	2014	2013
Revisionshonorar, Ernst & Young (2014)/KPMG (2013)	807	788
Erklæringsopgaver med sikkerhed, Ernst & Young (2014)/KPMG (2013)	114	522
Honorar for andre ydelser, Ernst & Young (2014)/KPMG (2013)	2.211	15.126
Det samlede honorar for arbejdet i foreningen til Ernst & Young	3.132	16.436

Honorar for andre ydelser omfatter primært honorar for assistance i forbindelse med tilbagesøgning af udbytteskat. Den væsentligste del af honoraret vedrører udlæg til udenlandske virksomheder uden for Ernst & Young-netværket

BESTYRELSESHONORAR

Foreningens samlede udgift til bestyrelseshonorar i 1.000 DKK	2014	2013
Foreningens samlede udgift til bestyrelseshonorar	894	931

BILAG

FINANSKALENDER 2015

12. marts 2015	Bestyrelsen behandler årsrapporten for 2014, som efterfølgende offentliggøres.
21. april 2015	Ordinær generalforsamling
27. august 2015	Halvårsmeddelelse udsendes

Herudover udsender Danske Invest et nyhedsbrev.

På www.danskeinvest.dk offentliggøres hver måned ureviderede beholdningslister, afkastoplysninger, faktasider m.v.

VALUTAKODER

Euro	EUR
Amerikanske dollar	USD
Britiske pund	GBP
Svenske kroner	SEK
Norske kroner	NOK
Islandske kroner	ISK
Schweiziske franc	CHF
Canadiske dollar	CAD
Japanske yen	JPY
Australske dollar	AUD
New Zealandske dollar	NZD

KREDITVURDERINGSBUREAUERNES RATING-SKALA

Standard & Poors	Moody's	Kreditkvalitet	Investment/speculative
AAA	Aaa	Højeste kreditkvalitet	Investment grade (høj kreditkvalitet)
AA+	Aa1	Meget høj kreditkvalitet	
AA	Aa2		
AA-	Aa3		
A+	A1	Høj kreditkvalitet	
A	A2		
A-	A3		
BBB+	Baa1	God kreditkvalitet	
BBB	Baa2		
BBB-	Baa3		
BB+	Ba1	Spekulativ	Speculative grade (lav kreditkvalitet)
BB	Ba2		
BB-	Ba3		
B+	B1	Højt spekulativ	
B	B2		
B-	B3		
CCC+	Caa1	Høj udfaldsrisiko	
CCC	Caa2		
CCC-	Caa3		
CC	Ca	Betalingsstandsning/misligholdt	
C	C		
D	-		

FORENINGENS BENCHMARK 2015

Benchmark	Beskrivelse
Barclays Capital Euro Aggregate 500 MM Index	Investment Grade indeks rating (Baa3/BBB- eller over) ved at anvende middel rating fra Moody's, S&P samt Fitch (den såkaldte to ud af tre regel). De udstedelser som er med i indekset skal have mindst 500 mio. USD udestående og en løbetid på min. 1 år med fast kupon. Må ikke indeholde obligationer med aktielignende features, indekserede obligationer eller private placements.
Barclays Capital Euro High Yield Index med 3% issuer cap	Barclays Capital European High Yield Index dækker fastforrentede, non-investment-grade udstedelser denominerede i euro. Hvilket betyder en rating på (Ba1/BB+ eller lavere) af mindst to af de følgende kreditvurderingsbureauer: Moody's, S&P og Fitch. Hvis kun to kreditvurderingsbureauer rater udstedelsen, vælges den laveste rating for at afgøre, om udstedelsen kan optages i indekset. Hvis der kun er een rating, skal den være high yield. Obligationer skal have en løbetid på mindst et år og mindst 50 mio. EUR udestående. Indekset indeholder ikke ikke-ratede obligationer samt udstedelser fra virksomheder fra såkaldte emerging markets.
Barclays Capital Global High Yield excl CMBS & EMG & Non-senior finance 2% issuer capped.	Barclays Capital Global High Yield Index dækker fastforrentede, non-investment-grade udstedelser i GBP, USD og EUR. Hvilket betyder en rating på (Ba1/BB+ eller lavere) af mindst to af de følgende kreditvurderingsbureauer: Moody's, S&P og Fitch. Hvis kun to kreditvurderingsbureauer rater udstedelsen, vælges den laveste rating for at afgøre, om udstedelsen kan optages i indekset. Hvis der kun er een rating, skal den være high yield. Obligationer skal have en løbetid på mindst et år. Indekset indeholder ikke ikke-ratede obligationer og må ikke indeholde Corporate Mortgage Backed securities, gæld fra emerging market stater, eller senior lån til finansielle virksomheder. Endelig er der 2 pct. begrænsning på udsteder.
Barclays Global Corporate Scandi All Grades, 5% issuer capped	Barclays Capital Global Corporate Scandi dækker kreditobligationer udstedt af udstedere i Sverige, Norge, Danmark og Finland, desuden er der 5 pct. begrænsning på udsteder.
Barclays World Govt Inflation-Linked Bond Index All Maturities	Indeksobligationer udstedt af Storbritannien, Australien, Canada, Sverige, USA, Frankrig, Japan og Tyskland.
DAX	De 30 største aktier i Tyskland.
Danske Capitals danske obligationsindeks for brutto beskattede investorer, varighed på 6 år	En kombination af de største obligationsserier inden for danske statsobligationer, realkreditobligationer samt realkredit-relaterede rentegarantilån (capped floaters). Sammensætningen afspejler det typiske investeringsunivers ved en konstant varighed på 6 år, idet der tages højde for både markedsværdi og likviditet.
Danske Capitals danske obligationsindeks for brutto beskattede investorer, varighed på 4 år	n kombination af de største obligationsserier inden for danske statsobligationer, realkreditobligationer samt realkredit-relaterede rentegarantilån (capped floaters). Sammensætningen afspejler det typiske investeringsunivers ved en konstant varighed på 4 år, idet der tages højde for både markedsværdi og likviditet.
Danske Capitals danske obligationsindeks for brutto beskattede investorer, varighed på 2 år	En kombination af de største obligationsserier inden for danske statsobligationer, realkreditobligationer samt realkredit-relaterede rentegarantilån (capped floaters). Sammensætningen afspejler det typiske investeringsunivers ved en konstant varighed på 2 år, idet der tages højde for både markedsværdi og likviditet.
JP Morgan Emerging Market Bond Index (EMBI) Global Diversified	JP Morgan Emerging Market Global Diversified (EMBI Global Diversified) er et indeks, som dækker emerging market-landes eksterne statsgæld udstedt i fremmed valuta, også kaldet hård valuta, inklusive de såkaldte Brady Bonds, lån og Eurobonds. Udstedelserne skal som minimum være på 500 mio. USD og skal kunne handles frit i det såkaldte secondary marked. Endelig skal de enkelte lande møde visse World Bank-kriterier samtidigt med, at der justeres efter de enkelte landes udestående gæld, så enkelte lande ikke kommer til at dominere indekset alene som følge af udestående gæld.
JP Morgan Global Bond Index - Emerging Markets Diversified	Indeks som indeholder investerbare udstedelser fra emerging markets-lande (statsobligationer) udstedt i lokal valuta. Udstedt med en løbetid på mindst 1 år.
MSCI AC Asia Ex Japan Index inkl. nettoudbytter	Aktier i Asien. Hongkong, Singapore, Kina, Indien, Indonesien, Sydkorea, Malaysia, Filippinerne, Taiwan og Thailand. De enkelte aktier vægter i indekset med deres free float-justerede markedsværdi.
MSCI AC World Index inkl. nettoudbytter	En kombination af MSCI World og MSCI Emerging Markets. De enkelte aktier vægter i indekset med deres free float-justerede markedsværdi.
MSCI China Index inkl. nettoudbytter	Aktier i Kina. De enkelte aktier i indekset vægter med deres free float-justerede markedsværdi.
MSCI EFM Africa ex South Africa inkl. nettoudbytter	Aktier i Afrika uden for Sydafrika. Ultimo 2014 indgår følgende lande i indekset: Nigeria, Egypten, Marokko, Kenya, Tunesien, Botswana, Ghana, Mauritius, Zimbabwe. De enkelte aktier vægter i indekset med deres free float-justerede markedsværdi.
MSCI EM Europe 10/40 Index inkl. nettoudbytter	Aktier i østeuropæiske lande. Ultimo 2014 indgår følgende lande i indekset: Rusland, Polen, Ungarn, Tjekkiet, Tyrkiet og Grækenland. Benchmark er sammensat, så det følger de internationale placeringsregler for investeringsforeninger.

FORENINGENS BENCHMARK 2014

Benchmark	Beskrivelse
MSCI EM Latin America Index inkl. nettoudbytter	Aktier i emerging markets-lande i Latinamerika. Ultimo 2014 indgår følgende lande i indekset: Brasilien, Chile, Colombia, Mexico og Peru. De enkelte aktier vægter i indekset med deres free float-justerede markedsværdi.
MSCI EM South Africa inkl. nettoudbytter	Aktier i Sydafrika. De enkelte aktier vægter i indekset med deres free float-justerede markedsværdi.
MSCI Emerging Markets Index inkl. nettoudbytter	Aktier i emerging markets-lande. Ultimo 2014 indgår følgende lande i indekset: Brasilien, Chile, Forenede Arabiske Emirater, Kina, Colombia, Tjekkiet, Egypten, Grækenland, Ungarn, Indien, Indonesien, Sydkorea, Malaysia, Mexico, Peru, Filippinerne, Polen, Qatar, Rusland, Sydafrika, Taiwan, Thailand og Tyrkiet. De enkelte aktier vægter i indekset med deres free float-justerede markedsværdi.
MSCI Emerging Markets Small Cap Index inkl. nettoudbytter	Mindre aktier i emerging markets-lande. Ultimo 2014 indgår følgende lande i indekset: Brasilien, Chile, Forenede Arabiske Emirater, Kina, Colombia, Tjekkiet, Egypten, Grækenland, Ungarn, Indien, Indonesien, Sydkorea, Malaysia, Mexico, Peru, Filippinerne, Polen, Qatar, Rusland, Sydafrika, Taiwan, Thailand og Tyrkiet. De enkelte aktier vægter i indekset med deres free float-justerede markedsværdi.
MSCI Europe BNP-vægtet Index inkl. nettoudbytter	Aktier i developed markets-lande i Europa. Ultimo 2014 indgår følgende lande i indekset: Belgien, Danmark, Finland, Frankrig, Irland, Italien, Holland, Norge, Portugal, Schweiz, Spanien, Sverige, Tyskland, UK og Østrig. De enkelte landes vægt i indekset fastsættes ud fra landenes BNP. De enkelte aktier i hvert land vægter i indekset med deres free float-justerede markedsværdi.
MSCI Europe Index inkl. nettoudbytter	Aktier i developed markets-lande i Europa. Ultimo 2014 indgår følgende lande i indekset: Belgien, Danmark, Finland, Frankrig, Irland, Italien, Holland, Norge, Portugal, Schweiz, Spanien, Sverige, Tyskland, UK og Østrig. De enkelte aktier vægter i indekset med deres free float-justerede markedsværdi.
MSCI Europe Small Cap Index inkl. nettoudbytter	Mindre aktier i developed markets-lande i Europa. Ultimo 2014 indgår følgende lande i indekset: Belgien, Danmark, Finland, Frankrig, Irland, Italien, Holland, Norge, Portugal, Schweiz, Spanien, Sverige, Tyskland, UK og Østrig. De enkelte aktier vægter i indekset med deres free float-justerede markedsværdi.
MSCI Japan Index inkl. nettoudbytter	Aktier i Japan. De enkelte aktier vægter i indekset med deres free float-justerede markedsværdi.
MSCI USA Index inkl. nettoudbytter	Aktier i USA. De enkelte aktier vægter i indekset med deres free float-justerede markedsværdi.
MSCI World Index inkl. nettoudbytter	Aktier i developed markets-lande. Ultimo 2014 indgår følgende lande i indekset: Australien, Belgien, Canada, Danmark, Finland, Frankrig, Hongkong, Irland, Israel, Italien, Holland, Japan, New Zealand, Norge, Portugal, Schweiz, Singapore, Spanien, Sverige, Tyskland, UK, USA, Østrig. De enkelte aktier vægter i indekset med deres free float-justerede markedsværdi.
MDAX	50 mid cap-selskaber i Tyskland.
NASDAQ OMX Copenhagen OMXCCAP (KAXCTR)	Alle aktier noteret på OMX København (ca. 185 aktier). Aktierne er vægtet efter markedsværdi. Indekset er capped.
Nyse Arca Biotechnology Index	30 amerikanske biotekaktier (ligevægtet i indekset).
OMRX-Total	Totalindeks på OMX Nordic Exchange Stockholm. Indekset måler udviklingen i en portefølje investeret passivt i likvide rentebærende svenske værdipapirer.
OSEFX	Oslo Børs' aktieindeks. Indekset er korrigeret for de placeringsbestemmelser, der gælder for aktiefonde.
NASDAQ OMX Copenhagen KFMX indeks (KFMXGI)	Københavns indeks for mindre og mellemstore selskaber. Indekset omfatter ikke selskaber, der allerede er repræsenteret i OMX 20-indekset.
S&P North American Technology Sector Index inkl. nettoudbytter	Teknologiaktier handlet i USA. De enkelte aktier vægter i indekset med deres free float justerede kursværdi.
SDAX	50 small cap-selskaber i Tyskland.
SIX PRX	Stockholms Fondsbørs' aktieindeks. Indekset er korrigeret for de placeringsbestemmelser, der gælder for aktiefonde.
ST1X	Oslo Børs' Statsobligationsindeks med fast varighed 0,25 år
ST4X	Oslo Børs' Statsobligationsindeks med fast varighed 3 år
VINX Benchmark Cap Index inkl. nettoudbytter	Største og mest omsatte værdipapirer på NASDAQ OMX Nordic Exchange og Oslo Børs. Følgende lande indgår i indekset: Danmark, Sverige, Finland og Norge. De enkelte aktier vægter i indekset med deres free float-justerede markedsværdi.





Danske Invest

Danske Invest
Parallelvej 17
2800 Kgs. Lyngby
Tlf. 33 33 71 71
www.danskeinvest.dk
danskeinvest@danskeinvest.com