



# Årsrapport 2014

Investeringsforeningen  
Danske Invest Select

Danske Invest

Investeringsforeningen Danske Invest Select  
CVR-nr. 18 53 61 02  
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 Toft

**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

---

**LÆSEVEJLEDNING**

Investeringsforeningen Danske Invest Select 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 for-

skellige 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
----------------	---

## FORENINGENS LEDELSESBERETNING

Investeringsforeningen Danske Invest Select i 2014	4
Afkast og udbytter	7
Investeringsmarkederne i 2014	10
Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2015	16
Udsagn om forventninger	18
Politik for samfundsansvar	20
Risici samt risikostyring	22
Omkostninger	28
Fund governance	31
Bestyrelse og direktion	31
Oversigt over bestyrelsens og direktionens øvrige hverv	32

## PÅTEGNINGER

Ledelsespåtegning	34
Den uafhængige revisors erklæringer	35

## AFDELINGERNES LEDELSESBERETNINGER OG ÅRSREGNSKABER

Oversigt over afdelinger og tilhørende andelsklasser	37
--	----

## FÆLLES NOTER

Anvendt regnskabspraksis	196
Oversigt over udbytternes skattemæssige fordeling	201
Revisionshonorarer	202
Direktionshonorarer mv.	202
Foreningens væsentligste aftale	203

## BILAG

Finanskalender 2015	205
Valutakoder	205
Kreditvurderingsbureauernes rating-skala	205
Foreningens benchmark	206
Sådan læser du afdelingernes regnskaber	207

## FORENINGENS LEDELSESBERETNING

# Investeringsforeningen Danske Invest Select i 2014

I Investeringsforeningen Danske Invest Select 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.

## Nye afdelinger og 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 er selvsagt målrettet det danske marked.

Den 15. januar 2014 introducerede vi en ny afdeling, Global Equity Solution 2 – Akkumulerende KL med en tilhørende klasse: Global Equity Solution FIN, osuslaji EUR W. Klassen er – som det fremgår af navnet – denomineret i euro og henvender sig til det finske marked. Andelsklassen investerer globalt i aktier.

Den 1. april 2014 fik foreningen to nye afdelinger, der blev overført fra Placeringsforeningen Profil Invest: Danske Obligationer Absolut og Danske Obligationer Absolut – Lav Risiko. Begge afdelinger investerer i obligationer udstedt i danske kroner. Afdelingen med tilføjelsen »Lav Risiko« er mindst risikobehæftet, da den er mindre rentefølsom. Afdelingerne henvender sig til investorer, som har indgået en aftale om porteføljepleje med Danske Capital, division af Danske Bank A/S.

I efteråret, den 28. oktober, introducerede vi afdelingen GEM – Akkumulerende med to klasser: GEM – Akkumulerende, klasse DKK W rettet mod det danske marked, samt klassen GEM, osuslaji EUR W rettet mod det finske marked. Afdelingen investerer i aktier fra nye markeder-lande.

Læs mere om alle vores afdelinger og andelsklasser på [danskeinvest.com](http://danskeinvest.com) og under beretningen for hver enkelt afdeling bagest i denne rapport.

## Justering af strategier mv.

På forårets generalforsamling blev der vedtaget en ændring for afdeling Euro Investment Grade Corporate Bonds Restricted, således at afdelingen også kan investere op til 25 pct. af formuen i obligationer denomineret i danske kroner. Ændringen trådte i kraft den 27. oktober 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.

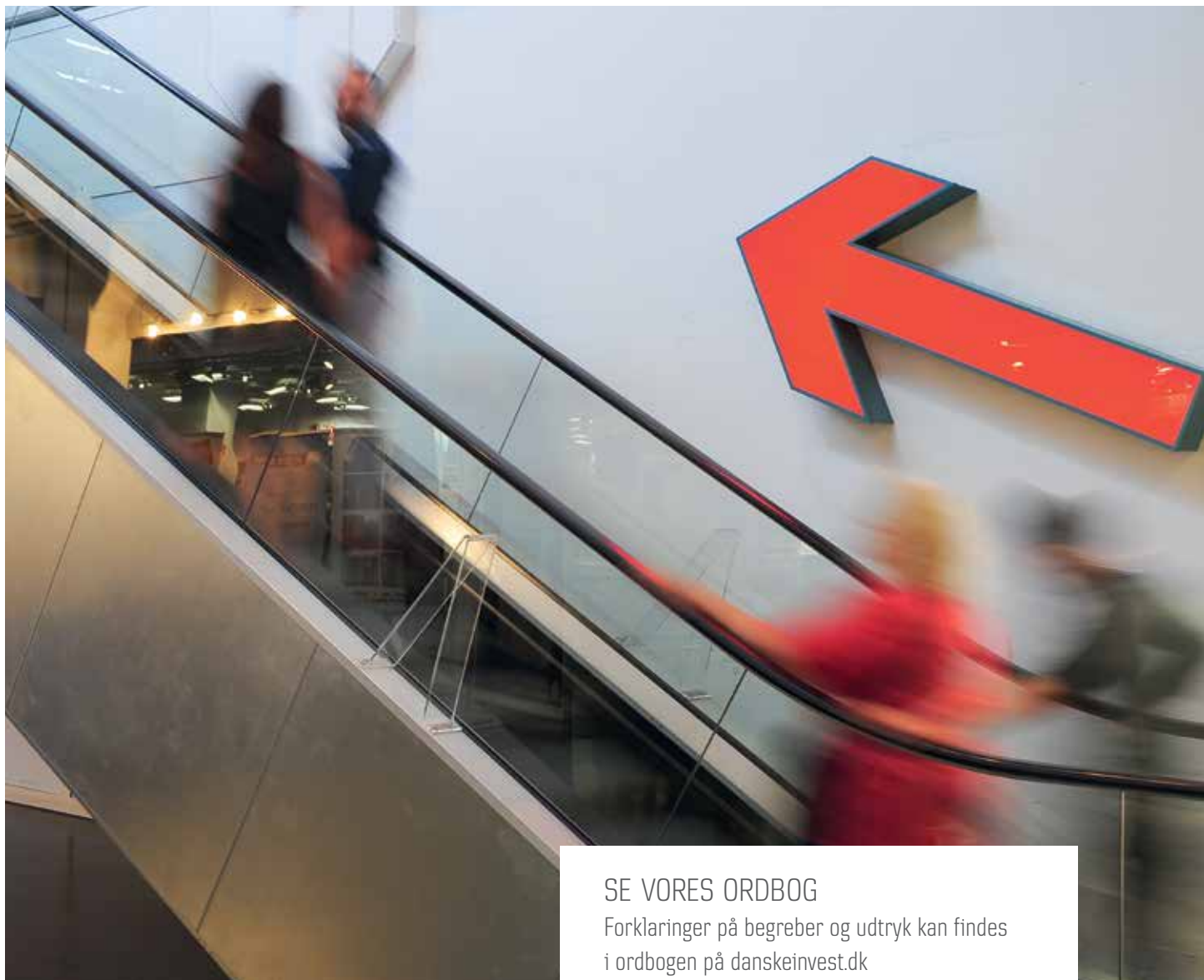
## Tilpasning af omkostningsstruktur

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 driftsomkostninger, 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



## SE VORES ORDBOG

Forklaringer på begreber og udtryk kan findes i ordbogen på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk)

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 [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk), ligesom oplysninger om de årlige omkostninger i procent (ÅOP) findes samme sted.

## 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 finanseringsret 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 administrationselskabets 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. Administrationselskabet samarbejder desuden direkte og indirekte med en række forskellige distributører og porteføljeformidlere. Det endelige ansvar for opgaver, som udføres af samarbejdspartnere, 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 30 fremgår omkostningssatserne for hver afdeling samt hvilke afdelinger, der er påvirket af den tilbageførte udbytteskat.

## Formueudvikling

Formuen i foreningen steg fra 67.617 mio. kroner ultimo 2013 til 96.101 mio. kroner ultimo 2014. Formuestigningen skyldes dels overførsel af afdelingerne Danske Obligationer Absolut og Danske Obligationer Absolut - Lav Risiko fra Placeringsforeningen Profil Invest med 8.288 mio. kroner og dels nettosalg af beviser i foreningen på 16.797 mio. kroner, årets resultat på 5.285 mio. kroner og at der blev udbetalt udbytter for 1.886 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 Select.



## 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.

## FORENINGENS LEDELSESBERETNING

# Afkast og udbytter

I 2014 varierede afdelingernes afkast fra 23,53 pct. i afdeling USA til ÷2,27 pct. i afdeling Europe Focus.

### Obligationsafdelingerne

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

Efterspørgslen efter virksomhedsobligationer er stadig stor, og afdelinger med denne type afkast gav generelt pæne afkast. Det er således også blandt afdelinger med denne type obligationer, man finder årets højeste afkast blandt obligationsafdelingerne: Euro Investment Grade Corporate Bonds Restricted gav et afkast på 8,28 pct. En anden afdeling med virksomhedsobligationer, US High Yield Bonds, stod derimod for årets laveste afkast blandt obligationsafdelinger: ÷1,70 pct.

Afdelinger med danske obligationer gav generelt pæne afkast, og eksempelvis gav afdeling Flexinvest Lange Obligationer et afkast på 9,30 pct. Obligationer med kort varighed gav en del lavere afkast, og således gav Flexinvest Korte Obligationer et afkast på 0,82 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. Afdeling USA gav et afkast på 23,53 pct., hvilket også er det højeste afkast blandt foreningens aktieafdelinger.

De europæiske aktier kunne ikke følge med. Det er således også blandt afdelingerne med europæiske aktier, man finder årets laveste afkast blandt aktieafdelingerne: ÷2,27 pct. i afdeling Europe Focus. Det skyldes dog ikke kun modvind på aktiemarkederne, men også at afdelingen ikke formåede at følge med sit benchmark.

### Udbytterne

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der for 2014 udbetales udbytter for 1.996 mio. kroner mod 1.663 mio. kroner for 2013. Udbytterne 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 Euro Investment Grade Corp. Bonds Restricted, hvor der er foreslået et udbytte på 11,30 pct. Det laveste udbytte, 0,70 pct., forventes udbetalt i afdeling Flexinvest Korte Obligationer, mens afdelingerne Flexinvest Udenlandske Obligationer og US High Yield Bonds ikke udbetaler 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 18,80 pct. i afdeling Emerging Markets til 4,80 pct. i afdeling Global Restricted. 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 udlodningspligtige 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	3 år	5 år
Aktier	13,43	-
AlmenBolig Mellemlange Obligationer	2,29	3,28
Danske Obligationer Absolut	2,89	3,52
Danske Obligationer Absolut - Lav Risiko	1,94	2,39
Emerging Markets	6,64	8,85
Euro Investment Grade Corp Bonds Restricted	8,70	6,42
Europe Focus	12,27	9,25
Europe Low Volatility - Accumulating	12,79	8,73
Flexinvest Aktier	17,12	12,12
Flexinvest Danske Obligationer	3,79	4,62
Flexinvest Fonde	2,40	2,89
Flexinvest Korte Obligationer	1,54	2,00
Flexinvest Lange Obligationer	4,75	6,15
Flexinvest Udenlandske Obligationer	6,81	6,09
FX - Accumulating KL	÷0,61	-
Global	16,02	12,83
Global Equity Solution	15,78	-
Global ESG - Accumulating KL	10,15	-
Global Restricted	15,19	-
Kommuner 4	3,11	3,83
Kommuner Europæiske Obligationer	5,72	5,35
Online Danske Obligationer Indeks	3,03	4,81
Online Global Indeks	18,52	14,13
US High Yield Bonds	5,77	6,76
USA	19,76	15,84
USA Low Volatility - Accumulating KL	14,61	12,96

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 udbetalings-tidspunktet.

### AFKASTENE FREM TIL 11. MARTS 2015

Afdeling/andelsklasse	Pct.
Aktier	13,60
AlmenBolig Mellemlange Obligationer	0,39
Danske Obligationer Absolut	0,45
Danske Obligationer Absolut - Lav Risiko	0,33
Danske Obligationer Allokering	0,61
Danske Obligationer Allokering - Akkumulerende	
• Danske Obligationer Allokering - Akk., klasse DKK W h	0,61
Emerging Markets	13,09
Euro Investment Grade Corporate Bonds Restricted	1,95
Europe Focus	16,22
Europe Low Volatility - Accumulating KL	12,40
Flexinvest Aktier	14,15
Flexinvest Danske Obligationer	1,45
Flexinvest Fonde	0,42
Flexinvest Korte Obligationer	0,40
Flexinvest Lange Obligationer	2,60
Flexinvest Udenlandske Obligationer	2,01
FX - Accumulating KL	1,46
GEM - Akkumulerende KL	
• GEM, osuuslaji EUR W	10,02
• GEM - Akkumulerende, klasse DKK W	10,40
Global	15,42
Global Equity Solution	14,65
Global Equity Solution - Akkumulerende KL	
• Global Equity Solution, klass SEK W	10,56
• Global Equity Solution, klasse NOK W	9,22
• Global Equity Solution - Akkumulerende, klasse DKK W	14,38
Global Equity Solution 2 - Akkumulerende KL	
• Global Equity Solution FIN, osuuslaji EUR W	14,13
Global ESG - Akkumulerende KL	9,95
Global Restricted	16,39
Kommuner 4	0,49
Kommuner Europæiske Obligationer	1,32
Online Danske Obligationer Indeks	2,30
Online Global Indeks	12,72
PP Pension Aktieallokeringsfond - Accumulating KL	
• PP Pension Aktieallok.fond - Acc Class A	10,16
• PP Pension Aktieallok.fond - Acc Class I	10,27
US High Yield Bonds	2,50
US High Yield Bonds - Akkumulerende KL	
• US High Yield Bonds, klass SEK W h	2,46
• US High Yield Bonds, osuuslaji EUR W h	2,50
• US High Yield Bonds - Akk., klasse DKK W	2,40
USA	13,59
USA Low Volatility - Accumulating KL	÷0,23

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

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



## UDBYTTER OG AFKAST 2014

Afdeling/andelsklasse		Udbytter for 2014, (% pr. bevis)	Afdelingens afkast, (%)	Benchmark- udvikling, (%)
Aktier *)		5,50	11,72	-
AlmenBolig Mellemlange Obligationer *)	a conto	0,90	2,53	-
	restudbytte	1,00		
Danske Obligationer Absolut *)	a conto	1,10	3,10	-
	restudbytte	1,20		
Danske Obligationer Absolut - Lav Risiko *)	a conto	0,90	0,97	-
	restudbytte	1,00		
Danske Obligationer Allokering		1,40	3,05	4,39
Danske Obligationer Allokering - Akkumulerende				
• Danske Obligationer Allokering - Akk., klasse DKK W h		-	3,40	4,39
Emerging Markets		18,80	10,52	11,18
Euro Investment Grade Corporate Bonds Restricted		11,30	8,28	8,22
Europe Focus		0,00	÷ 2,27	6,64
Europe Low Volatility - Accumulating KL *)		-	11,47	-
Flexinvest Aktier *)		0,00	13,26	-
Flexinvest Danske Obligationer *)		2,50	6,39	-
Flexinvest Fonde *)	a conto	1,10	2,94	-
	restudbytte	1,00		
Flexinvest Korte Obligationer *)		0,70	0,82	-
Flexinvest Lange Obligationer *)	a conto	1,10	9,30	-
	restudbytte	2,60		
Flexinvest Udenlandske Obligationer *)		0,00	3,24	-
FX - Accumulating KL		-	1,79	-
GEM - Akkumulerende KL *)				
• GEM, osuuslaji EUR W *) **)		-	2,15	3,05
• GEM - Akkumulerende, klasse DKK W *) **)		-	2,32	3,08
Global		0,00	17,90	18,39
Global Equity Solution *)		13,10	12,93	-
Global Equity Solution - Akkumulerende KL *)				
• Global Equity Solution, klasse SEK W *)		-	20,39	-
• Global Equity Solution, klasse NOK W *)		-	22,00	-
• Global Equity Solution - Akkumulerende, klasse DKK W *)		-	13,40	-
Global Equity Solution 2 - Akkumulerende KL *)				
• Global Equity Solution FIN, osuuslaji W *) **)		-	16,67	-
Global ESG - Accumulating KL		-	1,05	0,77
Global Restricted		4,80	15,51	18,39
Kommuner 4	a conto	1,00	3,59	4,39
	restudbytte	2,30		
Kommuner Europæiske Obligationer	a conto	1,50	5,38	7,08
	restudbytte	3,10		
Online Danske Obligationer Indeks		3,00	7,69	8,05
Online Global Indeks		10,00	19,19	19,27
PP Pension Aktieallokeringsfond - Accumulating KL				
• PP Pension Aktieallok.fond - Acc Class A		-	21,99	22,52
• PP Pension Aktieallok.fond - Acc Class I		-	22,66	22,52
US High Yield Bonds		0,00	÷ 1,70	2,68
US High Yield Bonds - Akkumulerende KL				
• US High Yield Bonds, klasse SEK W h		-	0,55	3,30
• US High Yield Bonds, osuuslaji EUR W h		-	÷ 0,07	2,86
• US High Yield Bonds - Akk., klasse DKK W		-	÷ 0,23	2,68
USA		14,40	23,53	28,09
USA Low Volatility - Accumulating KL *)		-	10,93	-

\*) Intet relevant mål for markedsafkast.

\*\*) Siden introduktionen i 2014.

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

A contoudbytte 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.

## 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 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 ÷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 ÷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 neddrøsling 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.

DET GLOBALE OBLIGATIONSMARKED I 2014	Renteniveau i pct. 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	2,50	0,93	12,15	4,58
Storbritannien	3,02	1,76	14,12	22,11
Hele verden	-	-	-	14,42
Eurozonen	-	-	-	13,31
Emerging markets	-	-	-	6,91
Erhvervsobligationer - Investment grade <sup>1)</sup>	-	-	-	8,24
Erhvervsobligationer - Special grade <sup>1)</sup>	-	-	-	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. <sup>1)</sup> Særlige indeks.

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

### 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.



## 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.

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.

## *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 markedrenter. 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.

## 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 betydeligere 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



## *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.

begynde at opkøbe statsobligationer. Begge dele kan få renterne til at falde yderligere i første del af året, men vi forventer, 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 nuværen-

de 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. Rentspændene 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 virksomhedsobligationer 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 forholdsmæssige 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.

## 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, gældsloftdiskussioner 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 antikorrupcion.

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 løbende 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](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.

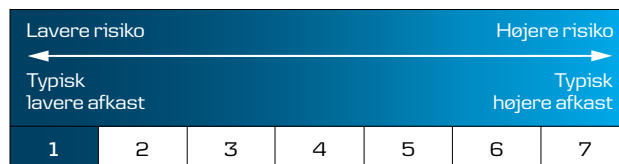
## Risici knyttet til investors valg af afdelinger

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 risikoindikatoren]. 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 risikoindikatoren 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.



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 til højre på indikatoren (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 risikoindikatoren. Risikoindikatoren 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 valutaterminforretninger, 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 jævnligt 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](http://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 jævnligt 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 klimatemat, 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 korruption. 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 aktie- som obligationsafdelingerne.

## FORENINGENS LEDELSESBERETNING

# 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](http://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 porteføljeforvaltning/-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 for alle afdelinger på nær afdelingerne Danske Obligationer Absolut, Danske Obligationer Absolut – Lav Risiko samt PP Pension Aktieallokeringsfond – Accumulating KL omlagt medio 2013 og er ændret yderligere fra 1. februar 2014, jf. omtalen i afsnittet »Tilpasning af omkostningsstruktur« side 4, 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 30, 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 1,54 pct. i afdeling Aktier, at en investor, som ejede beviser, der i løbet af 2014 havde en gennemsnitlig kursværdi på 100.000 kroner, dækkede 1.540 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 (omsætningshastigheden), og dels de kurtagesatser m.v., vi handler til.

Omsætningshastigheden 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 Total omk.- pct. 2014	Skøn 2015	Maksimal- vedtægts- mæssige omk.
Aktier	1,54	1,54	1,51	2,00
AlmenBolig Meillemlange Obligationer	0,36	0,36	0,36	1,00
Danske Obligationer Absolut	0,15	0,15	0,15	1,00
Danske Obligationer Absolut - Lav Risiko	0,15	0,15	0,15	1,00
Danske Obligationer Allokering	0,55	0,55	0,55	1,00
Danske Obligationer Allokering - Akkumulerende KL				
• Danske Obligationer Allokering - Akkumulerende, klasse DKK W h	0,55	0,55	0,55	1,00
Emerging Markets	1,54	1,56	1,56	2,00
Euro Investment Grade Corporate Bonds Restricted	0,74	0,75	0,74	1,50
Europe Focus	1,59	1,60	1,59	2,00
Europe Low Volatility - Accumulating KL	1,24	1,26	1,24	1,50
Flexinvest Aktier	1,72	1,73	1,72	2,00
Flexinvest Danske Obligationer	0,78	0,78	0,78	1,00
Flexinvest Fonde	0,79	0,79	0,79	2,00
Flexinvest Korte Obligationer	0,61	0,61	0,61	1,00
Flexinvest Lange Obligationer	0,79	0,79	0,79	2,00
Flexinvest Udenlandske Obligationer	1,22	1,22	1,22	1,50
FX - Accumulating KL	0,65	0,65	0,65	1,00
GEM - Akkumulerende KL				
• GEM, osuuslaji EUR W	-	1,54	1,54	2,00
• GEM - Akkumulerende, klasse DKK W	-	1,54	1,54	2,00
Global	1,49	1,50	1,49	2,00
Global Equity Solution	1,49	1,50	0,99	2,00
Global Equity Solution - Akkumulerende KL				
• Global Equity Solution, klass SEK W	1,49	1,49	0,99	2,00
• Global Equity Solution, klasse NOK W	1,49	1,50	0,99	2,00
• Global Equity Solution - Akkumulerende, klasse DKK W	1,49	1,49	0,99	2,00
Global Equity Solution 2 - Akkumulerende KL				
• Global Equity Solution FIN, osuuslaji EUR W <sup>1</sup>	-	1,49	1,49	2,00
Global ESG - Accumulating KL	1,55	1,56	1,55	2,00
Global Restricted	1,55	1,56	1,55	2,00
Kommuner 4	0,34	0,34	0,34	1,00
Kommuner Europæiske Obligationer	0,51	0,52	0,51	1,50
Online Danske Obligationer Indeks	0,23	0,25	0,23	1,00
Online Global Indeks	0,32	0,33	0,32	1,00
PP Pension Aktieallokeringsfond - Accumulating KL				
• PP Pension Aktieallokeringsfond - Accumulating Class A	0,69	0,71	0,69	1,00
• PP Pension Aktieallokeringsfond - Accumulating Class I	0,15	0,15	0,15	1,00
US High Yield Bonds	1,29	1,29	1,29	1,50
US High Yield Bonds - Akkumulerende KL				
• US High Yield Bonds, klass SEK W h	1,29	1,30	1,29	1,50
• US High Yield Bonds, osuuslaji EUR W h	1,29	1,30	1,29	1,50
• US High Yield Bonds - Akkumulerende, klasse DKK W h	1,29	1,29	1,29	1,50
USA	1,29	1,29	1,29	1,50
USA Low Volatility - Accumulating KL	1,24	1,25	1,24	1,50

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

\*] Stiftet i 2014. Omkostningerne for 2014 er omregnet til helår.

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

## FORENINGENS LEDELSESBERETNING

# 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\\_vld=fund\\_governance-politik.pdf](http://www.danskeinvest.dk/web/show_download.hent_fra_arkiv?p_vld=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 529.046 kroner (402.320 kroner i 2013). Bestyrelsen er ikke omfattet af optionsordninger eller lignende. Honoraret for et menigt bestyrelsesmedlem udgjorde 57.453 kroner (47.332 kroner i 2013). Næstformandsposten blev honoreret med 86.179 kroner (70.998 kroner i 2013), og formandsposten blev honoreret med 172.359 kroner (141.995 kroner i 2013).

Det samlede bestyrelseshonorar er 126.726 kroner højere end i 2013. Ændringen skyldes dels formueforskydninger

mellem de administrerede foreninger med samme bestyrelsessammensætning, hvorved den enkelte forenings andel af det samlede bestyrelseshonorar påvirkes, og dels at bestyrelsen er udvidet med yderligere et medlem.

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

# Oversigt 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

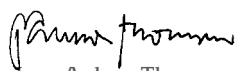


Finn Kjærgård  
Vicedirektør



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 Select

### PÅTEGNING PÅ ÅRSREGNSKABERNE

Vi har revideret årsregnskaberne for de enkelte afdelinger i Investeringsforeningen Danske Invest Select 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.

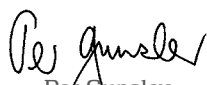
### UDTALELSE OM LEDELSESBERETNINGEN

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 Gunslev  
Statsaut. revisor

  
Ole Karstensen  
Statsaut. revisor



# AFDELINGERNES LEDELSESBERETNINGER OG ÅRSREGNSKABER

---

## OVERSIGT OVER DE ENKELTE AFDELINGER OG ANDELSKLASSER

- 38 Aktier
- 42 AlmenBolig Mellemlange Obligationer
- 46 Danske Obligationer Absolut
- 50 Danske Obligationer Absolut - Lav Risiko
- 54 Danske Obligationer Allokering
- 58 Danske Obligationer Allokering - Akkumulerende KL
- 61 • Danske Obl. Allokering - Akk., klasse DKK W h
- 64 Emerging Markets
- 68 Euro Investment Grade Corporate Bonds Restricted
- 72 Europe Focus
- 76 Europe Low Volatility - Accumulating KL
- 80 Flexinvest Aktier
- 84 Flexinvest Danske Obligationer
- 88 Flexinvest Fonde
- 92 Flexinvest Korte Obligationer
- 96 Flexinvest Lange Obligationer
- 100 Flexinvest Udenlandske Obligationer
- 104 FX - Accumulating KL
- 108 GEM - Akkumulerende KL
- 111 • GEM, osuslaji EUR W
- 114 • GEM - Akkumulerende, klasse DKK W
- 117 Global
- 121 Global Equity Solution
- 125 Global Equity Solution - Akkumulerende KL
- 128 • Global Equity Solution, klass SEK W
- 131 • Global Equity Solution, klasse NOK W
- 134 • Global Equity Solution - Akk., klasse DKK W
- 137 Global Equity Solution 2 - Akkumulerende KL
- 140 • Global Equity Solution FIN, osuslaji EUR W
- 143 Global ESG - Accumulating KL
- 147 Global Restricted
- 151 Kommuner 4
- 155 Kommuner Europæiske Obligationer
- 159 Online Danske Obligationer Indeks
- 162 Online Global Indeks
- 165 PP Pension Aktieallokeringsfond - Accumulating KL
- 168 • PP Pension Aktieallokeringsfond - Acc. Class A
- 170 • PP Pension Aktieallokeringsfond - Acc. Class I
- 172 US High Yield Bonds
- 176 US High Yield Bonds - Akkumulerende KL
- 179 • US High Yield Bonds, klass SEK W h
- 182 • US High Yield Bonds, osuslaji EUR W h
- 185 • US High Yield Bonds - Akk., klasse DKK W
- 188 USA
- 192 USA Low Volatility - Accumulating KL
- 196 Sådan læser du afdelingernes regnskaber

## AKTIER

Investerer globalt i 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](http://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 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 11,72 pct., mens markedet steg 18,39 pct. Afdelingens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til det sammenlignelige marked 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 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 var 6,67 procentpoint lavere end stigningen i det globale aktiemarked. Afdelingens betydelige investeringer indenfor sektorerne teknologi samt forbrugsgoder bidrog positivt til afdelingens relative afkast.

Modsat bidrog afdelingens manglende investeringer indenfor forsyningssektoren negativt til afdelingens relative afkast i 2014. Samlet set bidrog investeringernes fordeling på sektorer positivt til afdelingens relative afkast målt op imod det globale aktiemarked.

Vores aktievalg havde en negativ effekt på afdelingens relative afkast. Det var især afdelingens investeringer i det engelske medicinalsselskab GlaxoSmithKline, den tyske producent af sport- og fritidstøj Adidas og den svenske producent af hospitalsudstyr Getinge, som påvirkede afkastet negativt.

Modsat påvirkede afdelingens investeringer i det amerikanske selskab HCA, der ejer og driver hospitaler i USA, samt det amerikanske selskab L Brands, der bl.a. står bag mærket Victoria's Secret, afkastet 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 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

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Maj 2010
Risikoindeksator [1-7]: 5
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060177970
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### LANDEFORDELING

USA	43,1%
Storbritannien	17,7%
Tyskland	11,2%
Schweiz	8,3%
Japan	6,6%
Øvrige inkl. likvide	13,1%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,85
Standardafvigelse	10,92

## AKTIER



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 informationsteknologi, finans og forbrugsgoder. Afkastet på aktier i disse sektorer kan bl.a. være følsomme over for udviklingen i erhvervsinvesteringerne, kreditmarkederne, samt det private og offentlige forbrug.

### 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 investerer i selskaber af høj kvalitet med holdbare forretningsmodeller. Vi fastholder som udgangspunkt afdelingens balance med betydelige investeringer i sektorerne informationsteknologi, finans og forbrugsgoder på bekostning af blandt andet telekommunikations- og forsyningsselskaber.

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 markedet. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end markedet – 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.

# AKTIER

## RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>		
1 Renteindtægter	2	÷12
2 Renteudgifter	0	1
3 Udbytter	43.129	6.208
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>43.131</b>	<b>6.195</b>
<b>Kursgevinster og -tab:</b>		
4 Kapitalandele	99.494	37.339
Valutakonti	3.966	2.288
Øvrige aktiver/passiver	69	÷20
5 Handelsomkostninger	÷946	÷785
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>102.583</b>	<b>38.822</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>145.715</b>	<b>45.017</b>
6 Administrationsomkostninger	16.274	4.549
<b>Resultat før skat</b>	<b>129.441</b>	<b>40.467</b>
7 Skat	1.516	531
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>127.925</b>	<b>39.936</b>
<b>Formuebevægelser:</b>		
Udlodningsregulering	33.909	34.744
Overført fra sidste år	0	137
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>33.909</b>	<b>34.881</b>
<b>Til disposition</b>	<b>161.834</b>	<b>74.816</b>
8 Til rådighed for udlodning	75.091	71.574
Foreslået udlodning	74.958	71.574
Overført til udlodning næste år	133	0
<b>Overført til formuen</b>	<b>86.743</b>	<b>3.243</b>

## BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler:</b>		
Indestående i depotselskab	13.756	10.257
<b>I alt likvide midler</b>	<b>13.756</b>	<b>10.257</b>
<b>Kapitalandele:</b>		
Not. aktier fra udl. selskaber	1.764.776	588.905
<b>I alt kapitalandele</b>	<b>1.764.776</b>	<b>588.905</b>
<b>Andre aktiver:</b>		
Tilg.hav. renter; udbytter m.m.	1.342	41
Andre tilgodehavender	0	0
Mellemvær: vedr. handelsaf v.	7.659	9.032
Aktuelle skatteaktiver	644	457
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>9.645</b>	<b>9.530</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.788.177</b>	<b>608.692</b>
<b>PASSIVER</b>		
9 Medlemmernes formue	1.786.558	595.362
<b>Anden gæld:</b>		
Skyldige omkostninger	1.619	1.859
Mellemvær: vedr. handelsaf v.	0	11.471
<b>I alt anden gæld</b>	<b>1.619</b>	<b>13.331</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>1.788.177</b>	<b>608.692</b>

## NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)*	15,15	÷7,17	14,45	14,14	11,72
Indre værdi (DKK pr. andel)	115,15	106,90	119,49	133,09	131,09
Nettoresultat (t.DKK)*	16.049	÷12.476	22.318	39.936	127.925
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	2,75	3,00	16,00	5,50
Administrationsomkostninger (pct.)	1,71	1,56	1,55	1,54	1,54
ÅOP	2,14	2,01	1,90	2,06	1,89
Omsætningshastighed (antal gange)*	0,30	0,46	0,19	0,96	0,32
Medlemmernes formue (t.DKK)	133.269	142.355	219.506	595.362	1.786.558
Antal andele	1.157.320	1.331.682	1.837.094	4.473.352	13.628.641
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

\* 2010 dækker en periode på mindre end 12 måneder



# AKTIER

## 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	÷12
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>2</b>	<b>÷12</b>

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2014	2013
Andre renteudgifter	0	1
<b>I alt renteudgifter</b>	<b>0</b>	<b>1</b>

NOTE 3: UDBYTTER I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	43.129	6.208
<b>I alt udbytter</b>	<b>43.129</b>	<b>6.208</b>

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	99.494	37.339
Valutakonti	3.966	2.288
Øvrige aktiver/passiver	69	÷20
Handelsomkostninger	÷946	÷785
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>102.583</b>	<b>38.822</b>

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷2.531	÷1.354
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	1.585	570
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>÷946</b>	<b>÷785</b>

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	1	0	7	1
Markedsføringsomkostninger	0	0	919	70
Gebyrer til depotselskab	0	0	148	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	799	5
Øvrige omkostninger	61	23	21	22
Managementhonorar	14.791	0	2.504	0
Fast administrationshonorar	1.398	0	48	0
I alt opdelte adm.omk.	16.250	23	4.447	102
<b>I alt adm.omkostninger</b>		<b>16.274</b>		<b>4.549</b>

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 7: SKAT I 1.000 DKK	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	1.516	531
<b>I alt skat</b>	<b>1.516</b>	<b>531</b>

NOTE 8: TIL RÅDGIGHED FOR UDLODNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	43.131	6.195
Ikke refunderbar udbytteskat	÷1.516	÷531
Regulering vedr. udbytteskat m.v.	÷180	÷137
Kursgevinst til udlodning	16.020	33.599
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	16.274	4.549
Udlodningsregulering		
ved emission/indløsning	33.909	34.744
Udlodning overført fra sidste år	0	137
<b>I alt til rådighed for udlodning, brutto</b>	<b>75.091</b>	<b>69.457</b>
Frivillig udlodning	0	2.117
<b>I alt til rådighed for udlodning, netto</b>	<b>75.091</b>	<b>71.574</b>

NOTE 9: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	4.473.352	595.362	1.837.094	219.506
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷71.574		÷5.511
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		÷45.849		÷352
Emissioner i året	9.705.600	1.250.280	2.922.245	377.635
Indløsninger i året	÷550.311	÷71.142	÷285.987	÷36.521
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		1.556		669
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		÷33.909		÷34.744
Overført til udlodning fra sidste år		0		÷137
Overført til udlodning næste år		133		0
Foreslået udlodning		74.958		71.574
Overførsel af periodens resultat		86.743		3.243
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>13.628.641</b>	<b>1.786.558</b>	<b>4.473.352</b>	<b>595.362</b>

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
<b>Finansielle instrumenter i pct.</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,8	98,9
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>98,8</b>	<b>98,9</b>
Øvrige aktiver og passiver	1,2	1,1
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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.

## ALMENBOLIG MELLEMLANGE OBLIGATIONER

Investerer i danske realkredit-, kommunekredit- eller statsobligationer, herunder skatkammerbeviser, udstedt i danske kroner med en gennemsnitlig varighed som mellemlange 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](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

Da afdelingen investerer i obligationer udstedt i danske kroner, har afdelingen investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den danske rente. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, enkeltlanderisiko, renterisiko, kreditrisiko 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 risikoindikatoren 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 2,53 pct. Afdelingens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til markedsudviklingen for mellemlange realkreditobligationer, som gav 4,39 pct. Afdelingens resultat indfrie vores forventninger om et positivt afkast. Den positive udvikling i markedet for realkreditobligationer understøttede det samlede afkast. Derimod bidrog det negativt til det samlede afkast, at afdelingen havde en mindre renterisiko end markedet.

### 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 1,86 procentpoint lavere end udviklingen i markedet. Det kraftige rentefald hen over året medførte meget høje afkast på især lange obligationer. Afdelingens beholdning af 10-årige statsobligationer gav i årets løb et afkast på små 14 pct. og bidrog dermed positivt til afdelingens afkast. I 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 markedet for mellemlange realkreditobligationer som helhed. 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.

### AFDELINGENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Juli 1999
Risikoindikator [1-7]: 2
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0016026081
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

0-1 år	41,6%
1-3 år	41,8%
5-10 år	6,4%
Øvrige inkl. likvide	10,2%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,66
Standardafvigelse	1,67

## ALMENBOLIG MELLEMLANGE OBLIGATIONER

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.

### 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.

## ALMENBOLIG MELLEMLANGE OBLIGATIONER

## RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>		
1 Renteindtægter	5.565	5.420
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>5.565</b>	<b>5.420</b>
<b>Kursgevinster og -tab:</b>		
2 Obligationer	2.072	÷2.245
3 Handelsomkostninger	0	0
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>2.072</b>	<b>÷2.245</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>7.637</b>	<b>3.175</b>
4 Administrationsomkostninger	971	876
<b>Resultat før skat</b>	<b>6.666</b>	<b>2.298</b>
Skat	0	0
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>6.666</b>	<b>2.298</b>
<b>Formuebevægelser:</b>		
Udlodningsregulering	87	69
Overført fra sidste år	65	306
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>152</b>	<b>374</b>
<b>Til disposition</b>	<b>6.818</b>	<b>2.673</b>
5 Til rådighed for udlodning	5.182	5.233
Foreslået udlodning	2.694	2.829
Udbetalt acontoudlodning	2.412	2.340
Overført til udlodning næste år	76	65
<b>Overført til formuen</b>	<b>1.636</b>	<b>÷2.561</b>

## BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler:</b>		
Indestående i depotselskab	13.975	6.504
<b>I alt likvide midler</b>	<b>13.975</b>	<b>6.504</b>
<b>Obligationer:</b>		
Not. obl. fra danske udstedere	260.192	252.606
<b>I alt obligationer</b>	<b>260.192</b>	<b>252.606</b>
<b>Andre aktiver:</b>		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	1.751	1.681
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>1.751</b>	<b>1.681</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>275.918</b>	<b>260.791</b>
<b>PASSIVER</b>		
6 Medlemmernes formue	274.437	260.593
<b>Anden gæld:</b>		
Skyldige omkostninger	56	198
Mellemvær. vedr. handelsafv.	1.425	0
<b>I alt anden gæld</b>	<b>1.481</b>	<b>198</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>275.918</b>	<b>260.791</b>

## NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	5,24	4,35	3,47	0,88	2,53
Indre værdi (DKK pr. andel)	102,08	102,11	102,85	101,34	101,89
Nettoresultat (t.DKK)	12.128	10.985	8.949	2.298	6.666
Udbytte (DKK pr. andel)	4,50	3,00	2,50	2,00	1,90
Administrationsomkostninger (pct.)	0,35	0,36	0,35	0,34	0,36
ÅOP	0,46	0,49	0,48	0,44	0,46
Omsætningshastighed (antal gange)	0,17	0,11	0,23	0,10	0,24
Medlemmernes formue (t.DKK)	242.656	286.741	256.444	260.593	274.437
Antal andele	2.377.018	2.808.259	2.493.443	2.571.535	2.693.513
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

## ALMENBOLIG 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	÷58
Noterede obligationer fra danske udstedere	5.565	5.478
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>5.565</b>	<b>5.420</b>

NOTE 2: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede obligationer fra danske udstedere	2.072	÷2.245
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>2.072</b>	<b>÷2.245</b>

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

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	6	1
Markedsføringsomkostninger	0	0	194	0
Gebyrer til depotselskab	0	0	38	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	129	5
Øvrige omkostninger	10	2	20	20
Managementhonorar	687	0	392	0
Fast administrationshonorar	273	0	68	0
I alt opdelte adm.omk.	969	2	848	29
<b>I alt adm.omkostninger</b>		<b>971</b>		<b>876</b>

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 UDLØSNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	5.565	5.420
Kursgevinst til udlodning	436	316
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	971	876
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	87	69
Udlodning overført fra sidste år	65	306
<b>I alt til rådighed for udlodning, netto</b>	<b>5.182</b>	<b>5.233</b>

NOTE 6: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	2.571.535	260.593	2.493.443	256.444
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		÷2.829		÷3.740
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		÷72		÷90
Emissioner i året	220.368	22.504	169.065	17.249
Indløsninger i året	÷98.390	÷10.044	÷90.973	÷9.270
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		32		41
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		÷87		÷69
Overført til udlodning fra sidste år		÷65		÷306
Overført til udlodning næste år		76		65
Foreslået udlodning		2.694		2.829
Overførsel af periodens resultat		1.636		÷2.561
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>2.693.513</b>	<b>274.437</b>	<b>2.571.535</b>	<b>260.593</b>

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
<b>Finansielle instrumenter i pct.</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	94,8	96,9
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>94,8</b>	<b>96,9</b>
Øvrige aktiver og passiver	5,2	3,1
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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 OBLIGATIONER ABSOLUT

Afdelingen investerer i obligationer denomineret i danske kroner, i et sådant forhold, at beholdningens beregnede varighed er på maksimalt 6 år. 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](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

Da afdelingen investerer i obligationer udstedt i danske kroner, har afdelingen investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den danske rente. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, enkeltlanderisiko, renterisiko, kreditrisiko 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 2 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 3,10 pct. Afdelingen har intet benchmark, men det opnåede afkast var mindre tilfredsstillende i forhold 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 rentefal-

det. 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 1,29 procentpoint lavere end markedsudviklingen for mellemlange danske obligationer. Afdelingen har pga. det lave renteniveau fulgt en forsigtig investeringsstrategi med fokus på lav rentefølsomhed, hvilket betød, at afdelingen ikke kunne følge markedsudviklingen pga. de kraftigt faldende renter i 2014. Afdelingen bestod i 2014 primært af realkreditobligationer. De faldende renter betød, at afdelingens realkreditobligationer med høj kupon oplevede meget store indfrielser i sidste halvdel af 2014. Det påvirkede afdelingens afkast negativt, da renten mod forventning faldt kraftigt. Til gengæld har afdelingens beholdning af realkreditobligationer med lav kupon bidraget 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 investorerens afkast. Det danske renteniveau er set i et historisk perspektiv meget lavt, og en rentestigning vil derfor kunne udhule afdelingens afkast.

### AFDELINGENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: November 2009
Risikoindekator [1-7]: 2
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060158673
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

0-1 år	42,9%
1-3 år	43,5%
3-5 år	5,5%
5-10 år	6,4%
Øvrige inkl. likvide	1,7%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	2,15
Standardafvigelse	1,40

## DANSKE OBLIGATIONER ABSOLUT



### 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.

## DANSKE OBLIGATIONER ABSOLUT

## RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>		
1 Renteindtægter	103.361	91.194
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>103.361</b>	<b>91.194</b>
<b>Kursgevinster og -tab:</b>		
2 Obligationer	38.156	÷41.067
3 Handelsomkostninger	0	0
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>38.156</b>	<b>÷41.067</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>141.517</b>	<b>50.127</b>
4 Administrationsomkostninger	6.877	6.448
<b>Resultat før skat</b>	<b>134.640</b>	<b>43.679</b>
Skat	0	0
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>134.640</b>	<b>43.679</b>
<b>Formuebevægelser:</b>		
Udlodningsregulering	2.293	7.165
Overført fra sidste år	2.676	2.908
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>4.969</b>	<b>10.073</b>
<b>Til disposition</b>	<b>139.609</b>	<b>53.752</b>
5 Til rådighed for udlodning	101.453	101.377
Foreslået udlodning	52.169	53.927
Udbetalt acontoudlodning	49.206	44.774
Overført til udlodning næste år	78	2.676
<b>Overført til formuen</b>	<b>38.156</b>	<b>÷47.624</b>

## BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler:</b>		
Indestående i depotselskab	12.678	4.999
<b>I alt likvide midler</b>	<b>12.678</b>	<b>4.999</b>
<b>Obligationer:</b>		
Not. obl. fra danske udstedere	4.694.176	4.705.487
<b>I alt obligationer</b>	<b>4.694.176</b>	<b>4.705.487</b>
<b>Andre aktiver:</b>		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	32.550	40.715
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>32.550</b>	<b>40.715</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>4.739.404</b>	<b>4.751.200</b>
<b>PASSIVER</b>		
6 Medlemmernes formue	4.636.105	4.749.579
<b>Anden gæld:</b>		
Skyldige omkostninger	478	724
Mellemvær: vedr. handelsaf v.	102.821	898
<b>I alt anden gæld</b>	<b>103.299</b>	<b>1.621</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>4.739.404</b>	<b>4.751.200</b>

## NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	4,28	4,69	4,30	1,29	3,10
Indre værdi (DKK pr. andel)	103,24	104,72	106,94	105,69	106,64
Nettoresultat (t.DKK)	701	85.083	124.613	43.679	134.640
Udbytte (DKK pr. andel)	3,50	2,50	2,75	2,30	2,30
Administrationsomkostninger (pct.)	0,15	0,16	0,15	0,15	0,15
ÅOP	-	-	0,21	0,18	0,18
Omsætningshastighed (antal gange)	1,17	0,37	0,25	0,00	0,20
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.326.775	2.196.359	3.453.799	4.749.579	4.636.105
Antal andele	12.851.320	20.973.927	32.298.054	44.939.053	43.474.044
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100



## DANSKE OBLIGATIONER ABSOLUT

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE  
(FORTSAT)

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	0	÷19
Noterede obligationer fra danske udstedere	103.361	91.176
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	0	37
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>103.361</b>	<b>91.194</b>

NOTE 2: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede obligationer fra danske udstedere	38.156	÷41.067
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>38.156</b>	<b>÷41.067</b>

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

NOTE 4: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	25
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	17
Gebyrer til depotselskab	473	0	431	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	5.656	0	5.064	0
Øvrige omkostninger	111	0	314	0
Fast administrationshonorar	637	0	597	0
I alt opdelte adm.omk.	6.877	0	6.405	42
<b>I alt adm.omkostninger</b>	<b>6.877</b>	<b>0</b>	<b>6.448</b>	

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret hvorefter honorarer til revisorer m.m. indgår under »Fast administrationshonorar«. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration.

NOTE 5: TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	103.361	91.194
Kursgevinst til udlodning	0	6.558
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	6.877	6.448
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	2.293	7.165
Udlodning overført fra sidste år	2.676	2.908
<b>I alt til rådighed for udlodning, netto</b>	<b>101.453</b>	<b>101.377</b>

NOTE 6: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	44.939.053	4.749.579	32.298.054	3.453.799
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷53.927		÷48.447
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		5.300		÷12.916
Emissioner i året	13.177.437	1.408.140	27.461.620	2.922.726
Indløsninger i året	÷14.642.446	÷1.560.721	÷14.820.621	÷1.570.378
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		2.301		5.889
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		÷2.293		÷7.165
Overført til udlodning fra sidste år		÷2.676		÷2.908
Overført til udlodning næste år		78		2.676
Foreslået udlodning		52.169		53.927
Overførsel af periodens resultat		38.156		÷47.624
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>43.474.044</b>	<b>4.636.105</b>	<b>44.939.053</b>	<b>4.749.579</b>

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
<b>Finansielle instrumenter i pct.</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	101,3	99,1
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>101,3</b>	<b>99,1</b>
Øvrige aktiver og passiver	÷1,3	0,9
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

## DANSKE OBLIGATIONER ABSOLUT – LAV RISIKO

Afdelingen investerer i obligationer denomineret i danske kroner, i et sådant forhold, at beholdningens beregnede varighed er på maksimalt 3 år. 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](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

Da afdelingen investerer i obligationer udstedt i danske kroner, har afdelingen investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den danske rente. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, enkeltlanderisiko, renterisiko, kreditrisiko 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 2 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 0,97 pct. Afdelingen har intet benchmark, men det opnåede afkast var mindre tilfredsstillende i forhold markedsudviklingen for korte danske obligationer, som steg 1,54 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 0,57 procentpoint lavere end markedsudviklingen for korte danske obligationer. Afdelingen har pga. det lave renteniveau fulgt en forsigtig investeringsstrategi med fokus på lav rentefølsomhed, hvilket betød, at afdelingen ikke kunne følge markedsudviklingen pga. de kraftigt faldende renter i 2014. Afdelingen bestod i 2014 primært af realkreditobligationer.

De faldende renter betød, at afdelingens realkreditobligationer med høj kupon oplevede meget store indfrielser i sidste halvdel af 2014. Det påvirkede afdelingens afkast negativt, da renten mod forventning faldt kraftigt. Til gengæld har afdelingens lille beholdning af realkreditobligationer med lav kupon bidraget 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 investorerens afkast.

### AFDELINGENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: November 2009
Risikoindeksator [1-7]: 2
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060158590
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

0-1 år	44,4%
1-3 år	36,4%
3-5 år	11,2%
Øvrige inkl. likvide	8,0%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	2,51
Standardafvigelse	0,76

## DANSKE OBLIGATIONER ABSOLUT – LAV RISIKO



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 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 korte danske obligationer. Afkastet kan dog blive både højere eller lavere end markedsudviklingen for korte danske obligationer, blandt andet som følge af usikkerheden på de finansielle markeder.

## DANSKE OBLIGATIONER ABSOLUT – LAV RISIKO

## RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>		
1 Renteindtægter	69.406	70.874
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>69.406</b>	<b>70.874</b>
<b>Kursgevinster og -tab:</b>		
2 Obligationer	÷33.969	÷15.478
3 Handelsomkostninger	0	0
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>÷33.969</b>	<b>÷15.478</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>35.437</b>	<b>55.395</b>
4 Administrationsomkostninger	5.178	5.421
<b>Resultat før skat</b>	<b>30.259</b>	<b>49.975</b>
Skat	0	0
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>30.259</b>	<b>49.975</b>
<b>Formuebevægelser:</b>		
Udlodningsregulering	2.613	155
Overført fra sidste år	1.942	5.625
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>4.555</b>	<b>5.780</b>
<b>Til disposition</b>	<b>34.814</b>	<b>55.755</b>
5 Til rådighed for udlodning	68.783	71.233
Foreslået udlodning	35.266	37.358
Udbetalt acontoudlodning	30.486	31.933
Overført til udlodning næste år	3.032	1.942
<b>Overført til formuen</b>	<b>÷33.969</b>	<b>÷15.478</b>

## BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler:</b>		
Indestående i depotselskab	49.954	7.435
<b>I alt likvide midler</b>	<b>49.954</b>	<b>7.435</b>
<b>Obligationer:</b>		
Not. obl. fra danske udstedere	3.696.641	3.501.565
<b>I alt obligationer</b>	<b>3.696.641</b>	<b>3.501.565</b>
<b>Andre aktiver:</b>		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	26.593	30.012
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>26.593</b>	<b>30.012</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>3.773.188</b>	<b>3.539.012</b>
<b>PASSIVER</b>		
6 Medlemmernes formue	3.639.392	3.538.480
<b>Anden gæld:</b>		
Skyldige omkostninger	273	532
Mellemvær. vedr. handelsaf v.	133.523	0
<b>I alt anden gæld</b>	<b>133.796</b>	<b>532</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>3.773.188</b>	<b>3.539.012</b>

## NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	2,75	3,39	3,40	1,48	0,97
Indre værdi (DKK pr. andel)	101,65	103,58	104,56	104,19	103,20
Nettoresultat (t.DKK)	3.208	52.343	79.368	49.975	30.259
Udbytte (DKK pr. andel)	1,75	2,75	2,25	2,00	1,90
Administrationsomkostninger (pct.)	0,15	0,16	0,15	0,15	0,15
ÅOP	-	-	0,21	0,18	0,18
Omsætningshastighed (antal gange)	1,25	1,16	0,35	0,07	0,48
Medlemmernes formue (t.DKK)	389.445	2.028.618	3.535.179	3.538.480	3.639.392
Antal andele	3.831.234	19.585.266	33.808.456	33.961.861	35.265.563
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

## DANSKE OBLIGATIONER ABSOLUT – LAV RISIKO

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE  
(FORTSAT)

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	0	÷83
Noterede obligationer fra danske udstedere	69.406	70.956
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>69.406</b>	<b>70.874</b>

NOTE 2: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede obligationer fra danske udstedere	÷33.969	÷15.479
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	0	1
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>÷33.969</b>	<b>÷15.478</b>

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

NOTE 4: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	21
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	14
Gebyrer til depotselskab	358	0	375	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	4.259	0	4.232	0
Øvrige omkostninger	83	0	272	0
Fast administrationshonorar	478	0	506	0
I alt opdelte adm.omk.	5.178	0	5.385	36
<b>I alt adm.omkostninger</b>	<b>5.178</b>		<b>5.421</b>	

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret hvorefter honorarer til revisorer m.m. indgår under »Fast administrationshonorar«. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration.

NOTE 5: TIL RÅDIGHED FOR UDLØDNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	69.406	70.874
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	5.178	5.421
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	2.613	155
Udlodning overført fra sidste år	1.942	5.625
<b>I alt til rådighed for udlodning, netto</b>	<b>68.783</b>	<b>71.233</b>

NOTE 6: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	33.961.861	3.538.480	33.808.456	3.535.179
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷37.358		÷33.808
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		2.673		÷564
Emissioner i året	7.433.646	771.542	5.197.531	542.245
Indløsninger i året	÷6.129.944	÷636.919	÷5.044.126	÷524.191
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		1.201		1.578
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		÷2.613		÷155
Overført til udlodning fra sidste år		÷1.942		÷5.625
Overført til udlodning næste år		3.032		1.942
Foreslået udlodning		35.266		37.358
Overførsel af periodens resultat		÷33.969		÷15.478
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>35.265.563</b>	<b>3.639.392</b>	<b>33.961.861</b>	<b>3.538.480</b>

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
<b>Finansielle instrumenter i pct.</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	101,6	99,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>101,6</b>	<b>99,0</b>
Øvrige aktiver og passiver	÷1,6	1,0
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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, Parallevej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

## DANSKE OBLIGATIONER ALLOKERING

Investerer i obligationer udstedt i danske kroner og euro med en gennemsnitlig varighed som mellem- til 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](http://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 valutarisici 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 risikoindikatoren 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 3,05 pct., mens benchmark steg 4,39 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 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 1,34 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Det kraftige rentefald hen over året medførte høje afkast på specielt lange obligationer. Afdelingens beholdning af lange 2,5 pct. realkreditobligationer med udløb i 2034 gav i årets løb et afkast på godt og vel 10 pct. og var herved en af afdelingens bedste investeringer. 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.

### AFDELINGENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Februar 2013

Risikoindikator [1-7]: 2

Benchmark: Danske Capitals danske obligationsindeks for bruttobeskattede investorer; varighed på 3 år

Fondskode: DK0060476539

Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

0-1 år	43,7%
1-3 år	27,3%
3-5 år	14,3%
5-10 år	13,3%
Øvrige inkl. likvide	1,4%

## DANSKE OBLIGATIONER ALLOKERING



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.

### 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 OBLIGATIONER ALLOKERING

## RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	26.2.-31.12.2013 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>		
1 Renteindtægter	67.587	16.170
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>67.587</b>	<b>16.170</b>
<b>Kursgevinster og -tab:</b>		
2 Obligationer	21.700	÷9.150
Afledte finansielle instr:	1.431	0
3 Handelsomkostninger	0	0
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>23.131</b>	<b>÷9.150</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>90.718</b>	<b>7.020</b>
4 Administrationsomkostninger	15.839	3.964
<b>Resultat før skat</b>	<b>74.879</b>	<b>3.056</b>
Skat	0	0
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>74.879</b>	<b>3.056</b>
<b>Formuebevægelser:</b>		
Udlodningsregulering	10.572	13.588
Overført fra sidste år	1.637	0
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>12.209</b>	<b>13.588</b>
<b>Til disposition</b>	<b>87.088</b>	<b>16.644</b>
5 Til rådighed for udlodning	49.442	25.235
Foreslået udlodning	48.076	23.598
Overført til udlodning næste år	1.366	1.637
<b>Overført til formuen</b>	<b>37.645</b>	<b>÷8.591</b>

## BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler:</b>		
Indestående i depotselskab	29.624	14.784
<b>I alt likvide midler</b>	<b>29.624</b>	<b>14.784</b>
<b>Obligationer:</b>		
Not. obl. fra danske udstedere	3.441.811	1.879.955
Not. obl. fra udl. udstedere	110.970	64.480
<b>I alt obligationer</b>	<b>3.552.781</b>	<b>1.944.435</b>
<b>Andre aktiver:</b>		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	26.134	11.677
Mellemvær. vedr. handelsaf v.	0	25.653
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>26.134</b>	<b>37.330</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>3.608.540</b>	<b>1.996.549</b>
<b>PASSIVER</b>		
6 Medlemmernes formue	3.547.731	1.994.712
<b>Anden gæld:</b>		
Skyldige omkostninger	970	1.837
Mellemvær. vedr. handelsaf v.	59.839	0
<b>I alt anden gæld</b>	<b>60.809</b>	<b>1.837</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>3.608.540</b>	<b>1.996.549</b>

## NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	-	-	-	2013	2014
Afkast (pct.)*	-	-	-	1,44	3,05
Benchmarkafkast (pct.)*	-	-	-	0,26	4,39
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	101,44	103,31
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	3.056	74.879
Udbytte (DKK pr. andel)	-	-	-	1,20	1,40
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	0,56	0,55
ÅOP	-	-	-	0,59	0,58
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	0,00	0,13
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	1.994.712	3.547.731
Antal andele	-	-	-	19.664.935	34.339.794
Styktørrelse i DKK	-	-	-	100	100

\* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder



# DANSKE OBLIGATIONER ALLOKERING

## 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	66.039	15.685
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	1.548	466
Andre renteindtægter	0	19
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>67.587</b>	<b>16.170</b>

NOTE 2: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede obligationer fra danske udstedere	21.464	+9.071
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	235	+79
Renteopretninger	1.431	0
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>23.131</b>	<b>+9.150</b>

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

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	5
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	4
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	3
Markedsføringsomkostninger	0	0	466	166
Gebyrer til depotselskab	0	0	67	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	87	13
Øvrige omkostninger	60	71	50	48
Managementhonorar	13.010	0	3.022	0
Fast administrationshonorar	2.698	0	33	0
I alt opdelte adm.omk.	15.768	71	3.725	239
<b>I alt adm.omkostninger</b>		<b>15.839</b>		<b>3.964</b>

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 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 5: TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	67.587	16.170
Kursgevinst til udlodning	+14.515	+559
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	15.839	3.964
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	10.572	13.588
Udlodning overført fra sidste år	1.637	0
<b>I alt til rådighed for udlodning, netto</b>	<b>49.442</b>	<b>25.235</b>

NOTE 6: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	19.664.935	1.994.712	0	0
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		+23.598		0
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		+3.924		0
Emissioner i året	18.738.780	1.921.687	21.079.814	2.130.695
Indløsninger i året	+4.063.921	+418.379	+1.414.879	+142.428
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		2.353		3.389
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		+10.572		+13.588
Overført til udlodning fra sidste år		+1.637		0
Overført til udlodning næste år		1.366		1.637
Foreslået udlodning		48.076		23.598
Overførsel af periodens resultat		37.645		+8.591
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>34.339.794</b>	<b>3.547.731</b>	<b>19.664.935</b>	<b>1.994.712</b>

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
<b>Finansielle instrumenter i pct.</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	100,1	97,5
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,1</b>	<b>97,5</b>
Øvrige aktiver og passiver	+0,1	2,5
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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 OBLIGATIONER ALLOKERING – AKKUMULERENDE KL



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

Afdelingen udbydes i en andelsklasse:

- Danske Obligationer Allokering – Akkumulerende, klasse DKK W h

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.

## DANSKE OBLIGATIONER ALLOKERING - AKKUMULERENDE KL

## RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	8.10.-31.12.2013 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>		
1 Renteindtægter	25.336	890
I alt renter og udbytter	25.336	890
<b>Kursgevinster og -tab:</b>		
2 Obligationer	10.513	÷ 1.536
Afledte finansielle instr.	413	0
3 Handelsomkostninger	0	0
I alt kursgevinster og -tab	10.926	÷ 1.536
I alt indtægter	36.261	÷ 647
4 Administrationsomkostninger	6.005	307
<b>Resultat før skat</b>	<b>30.256</b>	<b>÷ 954</b>
Skat	0	0
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>30.256</b>	<b>÷ 954</b>
Overført til formuen	30.256	÷ 954

## BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler:</b>		
Indestående i depotselskab	7.945	22.135
I alt likvide midler	7.945	22.135
<b>Obligationer:</b>		
Not. obl. fra danske udstedere	1.195.379	474.783
Not. obl. fra udl. udstedere	45.765	15.314
I alt obligationer	1.241.144	490.097
<b>Andre aktiver:</b>		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	9.457	3.495
Mellemvær: vedr. handelsaf v.	0	40.626
I alt andre aktiver	9.457	44.121
<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.258.546</b>	<b>556.354</b>
<b>PASSIVER</b>		
5 Medlemmernes formue	1.246.228	556.127
<b>Anden gæld:</b>		
Skyldige omkostninger	315	227
Mellemvær: vedr. handelsaf v.	12.003	0
I alt anden gæld	12.318	227
<b>Passiver i alt</b>	<b>1.258.546</b>	<b>556.354</b>

## NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	-	-	-	2013	2014
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	+954	30.256
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	0,00	0,07
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	556.127	1.246.228

\* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

## DANSKE OBLIGATIONER ALLOKERING – 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
Noterede obligationer fra danske udstedere	24.729	867
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	607	23
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>25.336</b>	<b>890</b>

NOTE 2: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede obligationer fra danske udstedere	10.461	÷1.507
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	51	÷30
Renteforretninger	413	0
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>10.926</b>	<b>÷1.536</b>

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

NOTE 4: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Markedsføringsomkostninger	0	0	0	11
Gebyrer til depotselskab	0	0	3	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	0	1
Øvrige omkostninger	58	23	61	4
Managementhonorar	4.898	0	227	0
Fast administrationshonorar	1.027	0	0	0
<b>I alt opdelte adm.omk.</b>	<b>5.983</b>	<b>23</b>	<b>291</b>	<b>16</b>
<b>I alt adm.omkostninger</b>		<b>6.005</b>		<b>307</b>

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 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 5: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	5.522.308	556.127	0	0
Emissioner i året	10.209.436	1.047.144	5.526.925	556.897
Indløsninger i året	÷3.763.274	÷388.876	÷4.617	÷464
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		1.577		647
Overførsel af periodens resultat		30.256		÷954
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>11.968.470</b>	<b>1.246.228</b>	<b>5.522.308</b>	<b>556.127</b>
<b>SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN</b>			<b>2014</b>	<b>2013</b>
<b>Finansielle instrumenter i pct.</b>				
Børsnoterede finansielle instrumenter			99,6	88,1
<b>I alt finansielle instrumenter</b>			<b>99,6</b>	<b>88,1</b>
Øvrige aktiver og passiver			0,4	11,9
<b>I alt</b>			<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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.

# DANSKE OBLIGATIONER ALLOKERING – AKK., KL. DKK W H

Andelsklasse under Danske Obligationer Allokering – 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 udstedt i danske kroner eller euro (minimum 90 pct. af andelsklassens formue skal være danske obligationer), har andelsklassen primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den danske rente. Andelsklassen afdækker eventuel valutarisiko og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, enkeltlanderisiko, 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 andelsklassen placeret i kategori 2 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

## Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2014 et afkast på 3,40 pct., mens benchmark steg 4,39 pct. Andelsklassens 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 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.

det. 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 andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,99 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Det kraftige rentefald hen over året medførte høje afkast på specielt lange obligationer. Andelsklassens beholdning af lange 2,5 pct. realkreditobligationer med udløb i 2034 gav i årets løb et afkast på godt og vel 10 pct. og var herved en af andelsklassens bedste investeringer. I modsat retning trak en mindre beholdning af korte realkreditobligationer, som i årets løb gav et svagt negativt afkast. Gennem året havde andelsklassen 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. Andelsklassen 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 andelsklassens afkast negativt. Omvendt vil en svagere vækst end forventet kunne påvirke andelsklassens afkast positivt.

Danske realkreditobligationer var ultimo 2014 igen andelsklassens største investeringsområde. Den økonomiske udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren, vil derfor have stor betydning for investorernes

## ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Oktober 2013
Risikoindeks [1-7]: 2
Benchmark: Danske Capitals danske obligationsindeks for bruttobeskattede investorer, varighed på 3 år
Fondskode: DK0060509727
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

## VARIGHEDER

0-1 år	39,9%
1-3 år	27,7%
3-5 år	17,9%
5-10 år	13,8%
Øvrige inkl. likvide	0,7%

## DANSKE OBLIGATIONER ALLOKERING – AKK., KL. DKK W H

Andelsklasse under Danske Obligationer Allokering – Akkumulerende KL

afkast. Det danske renteniveau er set i et historisk perspektiv meget lavt, og en rentestigning vil derfor kunne udhule andelsklassens 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 opsidens, 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.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi, og ved indgangen til året har andelsklassen en overvægt af realkreditobligationer og en undervægt af renterisiko set i forhold til benchmark. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen 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 OBLIGATIONER ALLOKERING – AKK., KL. DKK W H

Andelsklasse under Danske Obligationer Allokering – 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.)*	-	-	-	0,71	3,40
Benchmarkafkast (pct.)*	-	-	-	0,49	4,39
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	100,71	104,13
Nettoresultat (t. DKK)*	-	-	-	÷954	30.256
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	0,67	0,55
ÅOP	-	-	-	0,70	0,58
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	556.127	1.246.228
Antal andele	-	-	-	5.522.308	11.968.470
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	8.10.-31.12.2013
Andel af resultat af fællesporteføljen	36.211	÷650
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	5.955	304
<b>Klassens resultat</b>	<b>30.256</b>	<b>÷954</b>
Finansielle instrumenter i pct	2014	2013
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Medlemmernes formue	2014	2013
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	556.127	0
Emissioner i året	1.047.144	556.897
Indløsninger i året	÷388.876	÷464
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	1.577	647
Overførsel af periodens resultat	30.256	÷954
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>1.246.228</b>	<b>556.127</b>
Antal andele		
Andele primo året	5.522.308	0
Emissioner i året	10.209.436	5.526.925
Indløsninger i året	÷3.763.274	÷4.617
<b>Andele ultimo året</b>	<b>11.968.470</b>	<b>5.522.308</b>

## EMERGING MARKETS

Investerer hovedsageligt i selskaber hjemmehørende i eller med hovedaktiviteter 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](http://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, relativ 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 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 10,52 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 konflik-

ten 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 Feds gradvise neddrøsling af obligationsopkøbene. Markederne fik yderligere næring ved håbet om politiske forandringer i visse af de større nye markeder. Kursstigningerne opførte 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 holdte 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 afdelingens resultat

Afdelingens afkast i 2014 var 0,66 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,

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Maj 1999
Risikoindikator [1-7]: 6
Benchmark: MSCI Emerging Market inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0016057474
Porteføljerådgiver: Aberdeen Asset Management Asia Limited

### LANDEFORDELING

Indien	15,0%
Brasilien	10,8%
Hongkong	9,9%
Mexico	7,9%
Syd Korea	6,0%
Øvrige inkl. likvide	50,4%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,61
Standardafvigelse	13,05
Tracking error	4,75
Information Ratio	0,69
Sharpe Ratio (benchm.)	0,35
Standardafvigelse (benchm.)	13,24
Active share	87,93

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014



## EMERGING MARKETS

Hero MotoCorp 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 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 markeders 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 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.

## EMERGING MARKETS

## RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>		
1 Renteindtægter	75	÷216
2 Renteudgifter	26	6
3 Udbytter	194.341	193.013
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>194.390</b>	<b>192.791</b>
<b>Kursgevinster og -tab:</b>		
Kapitalandele	688.143	÷941.560
Valutakonti	23.584	÷5.064
Øvrige aktiver/passiver	72	÷89
5 Handelsomkostninger	0	÷913
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>711.799</b>	<b>÷947.626</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>906.189</b>	<b>÷754.835</b>
6 Administrationsomkostninger	111.662	111.665
<b>Resultat før skat</b>	<b>794.527</b>	<b>÷866.499</b>
7 Skat	20.936	16.035
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>773.591</b>	<b>÷882.534</b>
<b>Formuebevægelser:</b>		
Udlodningsregulering	÷32.995	÷12.162
Overført fra sidste år	0	2.788
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>÷32.995</b>	<b>÷9.374</b>
<b>Til disposition</b>	<b>740.596</b>	<b>÷891.909</b>
8 Til rådighed for udlodning	375.863	289.009
Foreslået udlodning	374.543	289.009
Overført til udlodning næste år	1.320	0
<b>Overført til formuen</b>	<b>364.733</b>	<b>÷1.180.918</b>

## BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler:</b>		
Indestående i depotselskab	117.108	70.403
<b>I alt likvide midler</b>	<b>117.108</b>	<b>70.403</b>
<b>Kapitalandele:</b>		
Not. aktier fra udl. selskaber	6.569.089	6.315.276
<b>I alt kapitalandele</b>	<b>6.569.089</b>	<b>6.315.276</b>
<b>Andre aktiver:</b>		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	9.745	9.019
Aktuelle skatteaktiver	68	0
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>9.813</b>	<b>9.019</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>6.696.010</b>	<b>6.394.697</b>
<b>PASSIVER</b>		
9 Medlemmernes formue	6.681.619	6.375.420
<b>Anden gæld:</b>		
Skyldige omkostninger	4.724	19.278
Mellemvær: vedr. handelsafv.	9.667	0
<b>I alt anden gæld</b>	<b>14.391</b>	<b>19.278</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>6.696.010</b>	<b>6.394.697</b>

## NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	35,89	÷7,27	24,11	÷11,58	10,52
Benchmarkafkast (pct.)	27,32	÷15,92	16,86	÷6,82	11,18
Indre værdi (DKK pr. andel)	37.514,20	33.313,20	37.690,13	31.765,76	33.538,06
Nettoresultat (t.DKK)	1.637.674	÷512.466	1.391.516	÷882.534	773.591
Udbytte (DKK pr. andel)	1.500,00	3.300,00	1.750,00	1.440,00	1.880,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,37	1,48	1,50	1,54	1,56
ÅOP	1,72	1,81	1,82	1,87	1,87
Omsætningshastighed (antal gange)	0,00	0,00	0,00	0,03	0,00
Medlemmernes formue (t.DKK)	6.838.613	5.706.351	7.761.453	6.375.420	6.681.619
Antal andele	182.294	171.294	205.928	200.701	199.225
Stykstørrelse i DKK	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000

## EMERGING MARKETS

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	75	+216
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>75</b>	<b>+216</b>

**NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK**

	2014	2013
Andre renteudgifter	26	6
<b>I alt renteudgifter</b>	<b>26</b>	<b>6</b>

**NOTE 3: UDBYTTER I 1.000 DKK**

	2014	2013
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	194.341	193.013
<b>I alt udbytter</b>	<b>194.341</b>	<b>193.013</b>

**NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK**

	2014	2013
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	688.143	+941.560
Valutakonti	23.584	+5.064
Øvrige aktiver/passiver	72	+89
Handelsomkostninger	0	+913
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>711.799</b>	<b>+947.626</b>

**NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK**

	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	+5.554	+3.302
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	5.554	2.389
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>0</b>	<b>+913</b>

**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	51
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	43
Andre honorarer til revisorer	0	0	86	29
Markedsføringsomkostninger	0	0	28.951	1.709
Gebyrer til depotselskab	0	0	4.854	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	24.439	130
Øvrige omkostninger	1.809	218	554	515
Managementhonorar	100.365	0	48.863	0
Fast administrationshonorar	9.270	0	1.438	0
I alt opdelte adm.omk.	111.444	218	109.186	2.478
<b>I alt adm.omkostninger</b>		<b>111.662</b>		<b>111.665</b>

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.

	2014	2013
<b>NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK</b>		
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	20.936	16.035
<b>I alt skat</b>	<b>20.936</b>	<b>16.035</b>

**NOTE 8: TIL RÅDGIGHED FOR UDLODNING I 1.000 DKK**

	2014	2013
Renter og udbytter	194.390	192.791
Ikke refunderbar udbytteskat	+20.936	+16.035
Regulering vedr. udbytteskat m.v.	+69	0
Kursgevinst til udlodning	347.135	231.700
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	111.662	111.665
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	+32.995	+12.162
Fremførbare tab fra sidste år	0	+412
Udlodning overført fra sidste år	0	2.788
<b>I alt til rådighed for udlodning, brutto</b>	<b>375.863</b>	<b>287.005</b>

Frivillig udlodning	0	2.004
<b>I alt til rådighed for udlodning, netto</b>	<b>375.863</b>	<b>289.009</b>

**NOTE 9: MEDLEMMERNES FORMUE**

	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	200.701	6.375.420	205.928	7.761.453
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		+289.009		+360.374
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		+48.460		+2.151
Emissioner i året	49.549	1.569.828	12.746	462.477
Indløsninger i året	+51.025	+1.707.804	+17.973	+605.242
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		8.055		1.791
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		32.995		12.162
Overført til udlodning fra sidste år		0		+2.788
Overført til udlodning næste år		1.320		0
Foreslået udlodning		374.543		289.009
Overførsel af periodens resultat		364.733		+1.180.918
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>199.225</b>	<b>6.681.619</b>	<b>200.701</b>	<b>6.375.420</b>

**SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN**

	2014	2013
<b>Finansielle instrumenter i pct.</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,3	99,1
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>98,3</b>	<b>99,1</b>
Øvrige aktiver og passiver	1,7	0,9
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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 INVESTMENT GRADE CORPORATE BONDS RESTRICTED

Investerer primært i kreditobligationer (ikke obligationer, udstedt af selskaber, hvis hovedaktivitet er produktion eller handel med tobak og våben) denomineret i euro, herudover op til 25 pct. af formuen i DKK, USD, CAD, JPY, GBP, CHF, SEK, NOK eller ISK. Hovedparten afdækkes mod DKK. 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](http://danskeinvest.dk).

## Risikoprofil

Afdelingen investerer i udenlandske obligationer med hovedvægten på virksomheds- og kreditobligationer udstedt i euro. Herudover kan afdelingen investere op til 25 pct. af formuen i obligationer denomineret i DKK, USD, CAD, JPY, 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 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 3 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

## Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 8,28 pct., mens benchmark steg med 8,22 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 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 0,06 procentpoint højere end benchmark. Papirvalget gav det største bidrag til merafkastet, hvor særligt investeringer inden for forsikring, banker telekommunikation og stabilt forbrug stod for de største bidrag. 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 merafkast, som primært skyldes en overvægt af forsikringssektoren.

## AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Marts 2005
Risikoindeksator [1-7]: 3
Benchmark: Barclays Capital Euro Major Corporate Index excl. Tobacco and Weapon i rating-intervallet fra A1 A+ til Baa3 BBB-. Indekset er hedget til DKK.
Fondskode: DK0016303936
Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

## VARIGHEDER

0-1 år	8,7%
1-3 år	23,3%
3-5 år	24,1%
5-10 år	38,8%
Over 10 år	1,0%
Øvrige inkl. likvide	4,1%

## NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,29
Standardafvigelse	4,31
Tracking error	0,69
Information Ratio	0,62
Sharpe Ratio (benchm.)	1,30
Standardafvigelse (benchm.)	3,98

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

# EURO INVESTMENT GRADE CORPORATE BONDS RESTRICTED

## 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 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.

## EURO INVESTMENT GRADE CORPORATE BONDS RESTRICTED

## RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>		
1 Renteindtægter	30.422	58.049
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>30.422</b>	<b>58.049</b>
<b>Kursgevinster og -tab:</b>		
2 Obligationer	37.320	÷2.060
Afledte finansielle instr:	7.696	÷1.346
Valutakonti	3.487	1.027
3 Handelsomkostninger	÷179	÷145
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>48.324</b>	<b>÷2.525</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>78.746</b>	<b>55.524</b>
4 Administrationsomkostninger	6.342	10.755
<b>Resultat før skat</b>	<b>72.404</b>	<b>44.770</b>
Skat	0	0
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>72.404</b>	<b>44.770</b>
<b>Formuebevægelser:</b>		
Udlodningsregulering	÷28.766	÷3.814
Overført fra sidste år	949	605
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>÷27.817</b>	<b>÷3.208</b>
<b>Til disposition</b>	<b>44.587</b>	<b>41.561</b>
5 Til rådighed for udlodning	74.871	83.140
Foreslået udlodning	74.791	82.191
Overført til udlodning næste år	80	949
<b>Overført til formuen</b>	<b>÷30.284</b>	<b>÷41.579</b>

## BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler:</b>		
Indestående i depotselskab	26.320	57.076
<b>I alt likvide midler</b>	<b>26.320</b>	<b>57.076</b>
<b>Obligationer:</b>		
Not. obl. fra danske udstedere	25.153	86.308
Not. obl. fra udl. udstedere	574.463	1.265.307
<b>I alt obligationer</b>	<b>599.617</b>	<b>1.351.615</b>
<b>Afl. finansielle instr.:</b>		
Unot. afl. finansielle instr.	254	305
<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>254</b>	<b>305</b>
<b>Andre aktiver:</b>		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	10.273	25.805
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>10.273</b>	<b>25.805</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>636.464</b>	<b>1.434.801</b>
<b>PASSIVER</b>		
6 Medlemmernes formue	635.420	1.429.034
<b>Afledte finansielle instrumenter:</b>		
Unot. afl. finansielle instr.	803	3.466
<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>803</b>	<b>3.466</b>
<b>Anden gæld:</b>		
Skyldige omkostninger	241	2.300
<b>I alt anden gæld</b>	<b>241</b>	<b>2.300</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>636.464</b>	<b>1.434.801</b>

## NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	5,94	0,29	15,17	2,99	8,28
Benchmarkafkast (pct.)	5,13	0,58	13,99	2,41	8,22
Indre værdi (DKK pr. andel)	9.518,51	8.929,04	9.633,13	9.388,82	9.600,38
Nettoresultat (t.DKK)	96.322	8.249	222.687	44.770	72.404
Udbytte (DKK pr. andel)	625,00	600,00	525,00	540,00	1.130,00
Administrationsomkostninger (pct.)	0,57	0,58	0,73	0,72	0,75
ÅOP	0,88	0,89	0,98	0,95	0,97
Omsætningshastighed (antal gange)	0,26	0,20	0,45	0,38	0,44
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.922.054	1.503.937	1.664.171	1.429.034	635.420
Antal andele	201.928	168.432	172.755	152.206	66.187
Stykstørrelse i DKK	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000

## EURO INVESTMENT GRADE CORPORATE BONDS RESTRICTED

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	÷318
Noterede obligationer fra danske udstedere	1.588	3.542
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	28.833	54.825
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>30.422</b>	<b>58.049</b>

NOTE 2: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede obligationer fra danske udstedere	415	÷357
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	36.905	÷1.703
Terminforretninger/futures m.m.	÷2.725	÷334
Renteforretninger	10.421	÷1.013
Vælutakonti	3.487	1.027
Handelsomkostninger	÷179	÷145
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>48.324</b>	<b>÷2.525</b>

NOTE 3: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷353	÷214
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	174	69
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>÷179</b>	<b>÷145</b>

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	11
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	9
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	6
Markedsføringsomkostninger	0	0	2.566	350
Gebyrer til depotselskab	0	0	767	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	1.933	27
Øvrige omkostninger	139	49	113	108
Managementhonorar	5.134	0	4.574	0
Fast administrationshonorar	1.019	0	292	0
I alt opdelte adm.omk.	6.293	49	10.245	510
<b>I alt adm.omkostninger</b>	<b>6.342</b>		<b>10.755</b>	

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	30.422	58.049
Kursgevinst til udlodning	78.607	39.055
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	6.342	10.755
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	÷28.766	÷3.814
Udlodning overført fra sidste år	949	605
<b>I alt til rådighed for udlodning, netto</b>	<b>74.871</b>	<b>83.140</b>

NOTE 6: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	152.206	1.429.034	172.755	1.664.171
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		÷82.191		÷90.696
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		23.003		5.904
Emissioner i året	7.613	71.502	21.325	198.294
Indløsninger i året	÷93.632	÷880.191	÷41.874	÷395.017
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		1.859		1.610
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		28.766		3.814
Overført til udlodning fra sidste år		÷949		÷605
Overført til udlodning næste år		80		949
Foreslået udlodning		74.791		82.191
Overførsel af periodens resultat		÷30.284		÷41.579
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>66.187</b>	<b>635.420</b>	<b>152.206</b>	<b>1.429.034</b>

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
<b>Finansielle instrumenter i pct.</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	94,4	94,6
Øvrige finansielle instrumenter	÷0,1	÷0,2
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>94,3</b>	<b>94,4</b>
Øvrige aktiver og passiver	5,7	5,6
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

## Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
3,875 DANSKE BANK EMTN 28/2-2012/2017	2.405	10.886
2,75 DANSKE BANK FRN 19/5-2014/2026	1.538	0
<b>I alt</b>	<b>3.943</b>	<b>10.886</b>

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.

## EUROPE FOCUS

Investorerer fokuseret i europæiske 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](http://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 -2,27 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 8,91 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 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: August 1999
Risikoindikator [1-7]: 6
Benchmark: MSCI Europe inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0016026594
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### BRANCHEFORDELING

Industri	25,0%
Forbrugsgoder	18,2%
Finans	13,3%
Sundhedspleje	12,4%
Konsumentvarer	9,5%
Øvrige inkl. likvide	21,6%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,64
Standardafvigelse	12,98
Tracking error	5,77
Information Ratio	0,05
Sharpe Ratio (benchm.)	0,69
Standardafvigelse (benchm.)	11,61
Active share	91,38

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014



## EUROPE FOCUS



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.

## EUROPE FOCUS

## RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>		
1 Renteindtægter	28	7
2 Udbytter	40.453	18.491
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>40.482</b>	<b>18.498</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab:</b>		
Kapitalandele	÷93.470	84.246
Valutakonti	2.297	799
Øvrige aktiver/passiver	15	÷21
4 Handelsomkostninger	÷660	÷466
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>÷91.817</b>	<b>84.558</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>÷51.336</b>	<b>103.055</b>
5 Administrationsomkostninger	11.995	14.082
<b>Resultat før skat</b>	<b>÷63.331</b>	<b>88.973</b>
6 Skat	687	÷4.531
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>÷64.018</b>	<b>93.504</b>
<b>Formuebevægelser:</b>		
Udlodningsregulering	46.808	÷11.073
Overført fra sidste år	÷142.782	4.979
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>÷95.974</b>	<b>÷6.093</b>
<b>Til disposition</b>	<b>÷159.992</b>	<b>87.410</b>
7 Til rådighed for udlodning	÷3.913	÷142.782
Overført til udlodning næste år	÷3.913	÷142.782
<b>Overført til formuen</b>	<b>÷156.079</b>	<b>230.193</b>

## BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler:</b>		
Indestående i depotselskab	10.411	33.564
<b>I alt likvide midler</b>	<b>10.411</b>	<b>33.564</b>
<b>Kapitalandele:</b>		
Not. aktier fra DK selskaber	14.983	79.965
Not. aktier fra udl. selskaber	213.835	781.332
<b>I alt kapitalandele</b>	<b>228.818</b>	<b>861.297</b>
<b>Andre aktiver:</b>		
Aktuelle skatteaktiver	4.126	5.196
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>4.126</b>	<b>5.196</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>243.355</b>	<b>900.056</b>
<b>PASSIVER</b>		
8 Medlemmernes formue	243.173	896.584
<b>Anden gæld:</b>		
Skyldige omkostninger	182	3.473
<b>I alt anden gæld</b>	<b>182</b>	<b>3.473</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>243.355</b>	<b>900.056</b>

## NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	21,53	÷9,50	29,80	11,57	÷2,27
Benchmarkafkast (pct.)	11,26	÷8,33	17,74	19,81	6,64
Indre værdi (DKK pr. andel)	10.605,63	9.598,37	12.264,01	13.682,45	13.371,44
Nettoresultat (t.DKK)	170.211	÷159.749	164.042	93.504	÷64.018
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	175,00	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,50	1,61	1,59	1,67	1,60
ÅOP	1,95	1,93	1,94	1,99	1,96
Omsætningshastighed (antal gange)	0,82	0,22	0,22	0,22	0,39
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.551.253	533.170	760.663	896.584	243.173
Antal andele	146.267	55.548	62.024	65.528	18.186
Stykstørrelse i DKK	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000

## EUROPE FOCUS

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	28	7
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>28</b>	<b>7</b>

NOTE 2: UDBYTTET I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	1.307	607
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	39.147	17.884
<b>I alt udbytter</b>	<b>40.453</b>	<b>18.491</b>

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	9.410	11.672
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	÷102.880	72.574
Valutakonti	2.297	799
Øvrige aktiver/passiver	15	÷21
Handelsomkostninger	+660	+466
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>÷91.817</b>	<b>84.558</b>

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷1.412	÷885
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	752	419
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>÷660</b>	<b>÷466</b>

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	57	0	658	3
Markedsføringsomkostninger	0	0	3.094	198
Gebyrer til depotselskab	0	0	432	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	2.520	15
Øvrige omkostninger	110	31	98	62
Managementhonorar	10.859	0	6.843	0
Fast administrationshonorar	938	0	147	0
I alt opdelte adm.omk.	11.964	31	13.792	290
<b>I alt adm.omkostninger</b>	<b>11.995</b>	<b>11.995</b>	<b>14.082</b>	<b>14.082</b>

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	687	÷4.531
<b>I alt skat</b>	<b>687</b>	<b>÷4.531</b>

NOTE 7: TIL RÅDIGHED FOR UDLØSNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	40.482	18.498
Ikke refunderbar udbytteskat	÷687	4.531
Regulering vedr. udbytteskat m.v.	1.081	÷466
Kursgevinst til udlodning	58.026	69.612
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	11.995	14.082
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	46.808	÷11.073
Fremførbare tab fra sidste år	0	÷228.907
Udlodning overført fra sidste år	÷142.782	4.979
<b>I alt til rådighed for udlodning, brutto</b>	<b>+9.068</b>	<b>÷156.908</b>
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	÷5.155	+14.126
<b>I alt til rådighed for udlodning, netto</b>	<b>+3.913</b>	<b>÷142.782</b>

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	65.528	896.584	62.024	760.663
Emissioner i året	4.885	66.705	14.803	189.717
Indløsninger i året	÷52.227	÷656.437	÷11.299	÷148.064
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		339		763
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		÷46.808		11.073
Overført til udlodning fra sidste år		142.782		÷4.979
Overført til udlodning næste år		+3.913		÷142.782
Overførsel af periodens resultat		+156.079		230.193
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>18.186</b>	<b>243.173</b>	<b>65.528</b>	<b>896.584</b>

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
<b>Finansielle instrumenter i pct.</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	94,1	96,1
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>94,1</b>	<b>96,1</b>
Øvrige aktiver og passiver	5,9	3,9
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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.

## EUROPE LOW VOLATILITY – ACCUMULATING

Investorerer i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i, eller som har hovedaktivitet i Europa. Porteføljen sammensættes med henblik på at opnå en lavere risiko end markedsrisikoen. 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](http://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 markedet, 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 5 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 11,47 pct. målt i EUR. Afdelingen har intet benchmark, men det opnåede afkast er meget tilfredsstillende i forhold konkurrenter og markedsudviklingen for det europæiske aktiemarked, som steg 6,84 pct. målt i EUR. Afdelingen 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 europæiske aktiemarkeder gav et afkast på 6,64 pct. i 2014, men med betydelige udsving gennem året. Indtjeningvæksten 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

Afdelingen har ikke et benchmark, men afdelingens afkast var 4,63 procentpoint højere end markedsudviklingen. Strategien i afdelingen er først og fremmest at minimere afkastudsvingene og give et stabilt afkast. Dette betyder, at afdelingen har en lav andel i aktier, som traditionel er kendetegnet ved store forventede kursudsving. I et stærkt stigende marked drevet af cykliske akter vil afdelingens strategi som regel betyde, at afdelingen har svært ved at skabe et afkast på niveau med markedet.

I 2014 har de defensive aktier drevet afkastet på det europæiske aktiemarked, og det har betydet, at afdelingens defensive strategi har skabt et afkast over markedsniveau. Det er derfor primært afdelingens eksponering til aktier, der

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Juli 2008
Risikoindeksator [1-7]: 5
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060143212
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### BRANCHEFORDELING

Sundhedspleje	18,7%
Konsumentvarer	18,5%
Finans	17,3%
Telekommunikationsserv	10,1%
Forsyning	9,3%
Øvrige inkl. likvide	26,1%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,98
Standardafvigelse	7,96

## EUROPE LOW VOLATILITY – ACCUMULATING

traditionelt er kendetegnede ved små kursudsving, der har været årsag til den meget tilfredsstillende performance. Den strategi medførte høj andel i de defensive sektorer såsom sundhed, forsyning og stabilt forbrug sammenholdt med det sammenlignelige marked. Den høje andel indenfor disse sektorer bidrog positivt med en betydelig del af det relative afkast. Aktieudvælgelsen indenfor finans har ligeledes bidraget positivt til det relative afkast, hvor i mod aktieudvælgelsen indenfor it-sektoren bidrog negativ.

Blandt de positive selskabsbidrag var en høj andel i Associated British Food og Partners Group Holding. Blandt de negative selskabsbidrag var i forhold til det sammenlignelige marked overvægt i Standard Chartered og Zardoya Otis.

### 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 indtjeningsvevnen. 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 har som følge af sin strategi en lav andel af aktier med store kursudsving og forventes forsat at have det i 2015. Afdelingen vil tilstræbe at afspejle det europæiske investeringsunivers samtidigt med, at risikoen og daglige kursudsving minimeres mest muligt. Årsagen er, at der er store forskelle på selskabernes karakteristika. En del af strategien er at udnytte disse forskelle, så risikoen og kursudsving minimeres. Det afspejler sig i afdelingens aktievalg og sammensætning. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end markedet. Den defensive investeringsstrategi forventes at medføre, at afdelingen stiger mindre end det europæiske marked, når dette stiger – og omvendt at afdelingen falder mindre, når det europæiske marked falder.

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 markedet. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end markedet – 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.

## EUROPE LOW VOLATILITY – ACCUMULATING

## RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>		
1 Renteindtægter	1	1
2 Udbytter	5.882	4.304
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>5.883</b>	<b>4.305</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab:</b>		
Kapitalandele	10.238	12.192
Valutakonti	124	35
Øvrige aktiver/passiver	8	÷3
4 Handelsomkostninger	÷95	÷75
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>10.275</b>	<b>12.148</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>16.158</b>	<b>16.453</b>
5 Administrationsomkostninger	1.702	1.591
<b>Resultat før skat</b>	<b>14.456</b>	<b>14.862</b>
6 Skat	12	÷194
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>14.444</b>	<b>15.056</b>
<b>Overført til formuen</b>	<b>14.444</b>	<b>15.056</b>

## BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler:</b>		
Indestående i depotselskab	1.166	907
<b>I alt likvide midler</b>	<b>1.166</b>	<b>907</b>
<b>Kapitalandele:</b>		
Not. aktier fra DK selskaber	1.283	583
Not. aktier fra udl. selskaber	139.074	126.622
<b>I alt kapitalandele</b>	<b>140.357</b>	<b>127.205</b>
<b>Andre aktiver:</b>		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	178	137
Aktuelle skatteaktiver	568	485
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>746</b>	<b>622</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>142.269</b>	<b>128.733</b>
<b>PASSIVER</b>		
7 Medlemmernes formue	142.184	128.372
<b>Anden gæld:</b>		
Skyldige omkostninger	85	361
<b>I alt anden gæld</b>	<b>85</b>	<b>361</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>142.269</b>	<b>128.733</b>

## NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast i EUR (pct.)	8,74	÷2,59	13,82	13,09	11,47
Indre værdi (EUR pr. andel)	108,90	106,08	120,74	136,55	152,22
Nettoresultat (t.DKK)	7.991	÷2.791	14.303	15.056	14.444
Administrationsomkostninger (pct.)	1,23	1,43	1,25	1,30	1,26
ÅOP	1,39	1,56	1,45	1,44	1,41
Omsætningshastighed (antal gange)	0,22	0,24	0,32	0,16	0,22
Medlemmernes formue (t.DKK)	97.788	94.997	124.774	128.372	142.184
Antal andele	120.489	120.489	138.504	126.013	125.439
Stykstørrelse i EUR	100	100	100	100	100

## EUROPE LOW VOLATILITY – ACCUMULATING

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	1
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>1</b>	<b>1</b>

NOTE 2: UDBYTTET I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	29	45
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	5.801	4.258
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	51	0
<b>I alt udbytter</b>	<b>5.882</b>	<b>4.304</b>

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	275	326
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	9.963	11.866
Valutakonti	124	35
Øvrige aktiver/passiver	8	±3
Handelsomkostninger	±95	±75
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>10.275</b>	<b>12.148</b>

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	±96	±95
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	1	19
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>±95</b>	<b>±75</b>

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	12	0	62	0
Markedsføringsomkostninger	0	0	452	29
Gebyrer til depotselskab	0	0	78	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	211	2
Øvrige omkostninger	21	4	10	11
Managementhonorar	1.491	0	710	0
Fast administrationshonorar	174	0	25	0
I alt opdeltede adm.omk.	1.697	4	1.547	44
<b>I alt adm.omkostninger</b>		<b>1.702</b>		<b>1.591</b>

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 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	12	±194
<b>I alt skat</b>	<b>12</b>	<b>±194</b>

NOTE 7: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	126.013	128.372	138.504	124.774
Indløsninger i året	±574	±633	±12.491	±11.464
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		0		6
Overførsel af periodens resultat		14.444		15.056
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>125.439</b>	<b>142.184</b>	<b>126.013</b>	<b>128.372</b>

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
<b>Finansielle instrumenter i pct.</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,7	99,1
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>98,7</b>	<b>99,1</b>
Øvrige aktiver og passiver	1,3	0,9
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

## Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
Danske Bank	737	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.

## FLEXINVEST AKTIER

Investerer globalt i aktier herunder danske 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](http://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 har i 2014 haft et positivt afkast på 13,26 pct. Afdelingen har intet benchmark, men det opnåede afkast er mindre tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen for det sammenlignelige aktiemarked, som steg 16,54 pct. Afdelingen 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 3,28 procentpoint lavere end ændringen i markedet. I begyndelsen af året var afdelingen overvægtet i Europa, men i takt med at indtjeningsudviklingen skuffede, blev vægten i europæiske aktier reduceret. Omvendt var afdelingen undervægtet i japanske aktier ved året begyndelse, men mod slutningen af halvåret valgte vi at øge andelen i japanske aktier, så afdelingen nu er overvægtet. Aktieudvælgelsen indenfor Europa var meget negativ og forklarer størstedelen af afdelingens dårlige resultat i perioden.

Japan bidrog positivt til performance, både gennem aktieudvælgelsen, hvor vi fokuserede på eksportselskaber, og gennem allokeringen i løbet af året. I årets løb har der været investeret i emerging markets, som ikke indgår i det sammenlignelige aktiemarked, hvilket bidrog marginalt positivt til performance.

### 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

### AFDELINGENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Oktober 2006
Risikoindikator (1-7): 5
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060051605
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### LANDEFORDELING

Danmark	32,5%
USA	22,4%
Storbritannien	8,8%
Japan	7,1%
Tyskland	5,8%
Øvrige inkl. likvide	23,4%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,07
Standardafvigelse	10,17



## FLEXINVEST AKTIER

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.

I forhold til de øvrige globale afdelinger har afdelingen en høj allokering til europæiske aktier samt en allokering til danske aktier, hvorfor afdelingen er særligt følsom overfor en fornyet krise i Europa.

### 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.

Aktuelt er afdelingen overvægtet i japanske aktier og undervægtet i hhv. amerikanske, australske og canadiske aktier, mens danske aktier er neutralvægtet. Disse positioner må dog forventes at blive revideret i løbet af året i takt med markedsudviklingen.

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 markedet. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end markedet – 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.

## FLEXINVEST AKTIER

## RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>		
1 Renteindtægter	318	39
2 Udbytter	364.574	171.374
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>364.891</b>	<b>171.413</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab:</b>		
Kapitalandele	1.197.902	1.120.865
Valutakonti	25.079	7.700
Øvrige aktiver/passiver	260	÷79
4 Handelsomkostninger	÷9.279	÷5.031
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>1.213.961</b>	<b>1.123.455</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>1.578.853</b>	<b>1.294.868</b>
5 Administrationsomkostninger	187.547	123.345
<b>Resultat før skat</b>	<b>1.391.305</b>	<b>1.171.523</b>
6 Skat	9.439	÷4.797
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>1.381.866</b>	<b>1.176.320</b>
<b>Formuebevægelser:</b>		
Udlodningsregulering	÷236.966	116.793
Overført fra sidste år	÷1.374.802	7.504
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>÷1.611.767</b>	<b>124.296</b>
<b>Til disposition</b>	<b>÷229.901</b>	<b>1.300.616</b>
7 Til rådighed for udlodning	÷518.817	÷1.374.802
Overført til udlodning næste år	÷518.817	÷1.374.802
<b>Overført til formuen</b>	<b>288.916</b>	<b>2.675.418</b>

## BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler:</b>		
Indestående i depotselskab	248.139	205.838
<b>I alt likvide midler</b>	<b>248.139</b>	<b>205.838</b>
<b>Kapitalandele:</b>		
Not. aktier fra DK selskaber	1.376.145	1.012.151
Not. aktier fra udl. selskaber	8.980.520	6.112.258
Unot. kap.andele fra udl. selsk.	0	458
Inv-beviser i andre danske inv- og specialforeninger	2.702.081	1.832.451
<b>I alt kapitalandele</b>	<b>13.058.745</b>	<b>8.957.319</b>
<b>Andre aktiver:</b>		
Tilg.hav. renter; udbytter m.m.	7.611	3.001
Mellemvær: vedr. handelsaf.v.	2.834	9.721
Aktuelle skatteaktiver	16.478	16.248
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>26.923</b>	<b>28.970</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>13.333.807</b>	<b>9.192.127</b>
<b>PASSIVER</b>		
8 Medlemmernes formue	13.320.631	9.185.315
<b>Anden gæld:</b>		
Skyldige omkostninger	9.952	6.812
Mellemvær: vedr. handelsaf.v.	3.225	0
<b>I alt anden gæld</b>	<b>13.176</b>	<b>6.812</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>13.333.807</b>	<b>9.192.127</b>

## NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	21,71	÷9,38	20,45	17,76	13,26
Indre værdi (DKK pr. andel)	96,28	87,25	103,18	120,38	136,34
Nettoresultat (t.DKK)	865.352	÷884.453	1.206.662	1.176.320	1.381.866
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	1,75	1,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,69	1,71	1,68	1,74	1,73
ÅOP	1,89	1,86	1,83	1,89	1,89
Omsætningshastighed (antal gange)	0,62	0,35	0,26	0,33	0,47
Medlemmernes formue (t.DKK)	6.288.494	5.048.519	7.564.674	9.185.315	13.320.631
Antal andele	65.316.144	57.865.555	73.313.972	76.304.008	97.703.851
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

# FLEXINVEST AKTIER

## 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	318	39
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>318</b>	<b>39</b>

NOTE 2: UDBYTTET I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	18.856	8.021
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	248.100	120.151
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	4	2
Inv-beviser i andre danske inv- og specialforeninger	97.614	43.200
<b>I alt udbyttet</b>	<b>364.574</b>	<b>171.374</b>

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	277.595	224.198
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	570.003	570.260
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	123	72
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	350.181	326.335
Valutakonti	25.079	7.700
Øvrige aktiver/passiver	260	÷79
Handelsomkostninger	+9.279	+5.031
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>1.213.961</b>	<b>1.123.455</b>

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷16.045	÷11.006
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	6.766	5.975
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>+9.279</b>	<b>+5.031</b>

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	38
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	32
Andre honorarer til revisorer	484	0	1.776	21
Markedsføringsomkostninger	0	0	23.803	845
Gebyrer til depotselskab	0	0	3.993	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	26.110	97
Øvrige omkostninger	801	193	493	1.048
Managementhonorar	172.974	0	64.204	0
Fast administrationshonorar	13.095	0	886	0
I alt opdelte adm.omk.	187.354	193	121.265	2.080
<b>I alt adm.omkostninger</b>	<b>187.354</b>	<b>193</b>	<b>121.265</b>	<b>2.080</b>

I administrationsomkostningerne indgår t.DKK 33.588 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	9.439	+4.797
<b>I alt skat</b>	<b>9.439</b>	<b>+4.797</b>

NOTE 7: TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbyttet	364.891	171.413
Ikke refunderbar udbytteskat	+9.439	4.797
Regulering vedr. udbytteskat m.v.	÷107	+952
Kursgevinst til udlodning	729.199	636.204
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	187.547	123.345
Overført fra Kursregulering af investeringsbeviser	33.588	17.561
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	+236.966	116.793
Fremførbare tab fra sidste år	0	+2.335.116
Udlodning overført fra sidste år	+1.374.802	7.504
<b>I alt til rådighed for udlodning, brutto</b>	<b>+681.182</b>	<b>+1.505.141</b>
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	÷162.365	÷130.340
<b>I alt til rådighed for udlodning, netto</b>	<b>+518.817</b>	<b>+1.374.802</b>

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	76.304.008	9.185.315	73.313.972	7.564.674
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		0		+73.314
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		0		19.139
Emissioner i året	40.142.156	5.154.657	26.653.310	3.017.415
Indløsninger i året	÷18.742.313	÷2.415.938	+23.663.274	÷2.528.558
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		14.730		9.639
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		236.966		÷116.793
Overført til udlodning fra sidste år		1.374.802		+7.504
Overført til udlodning næste år		+518.817		+1.374.802
Overførsel af periodens resultat		288.916		2.675.418
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>97.703.851</b>	<b>13.320.631</b>	<b>76.304.008</b>	<b>9.185.315</b>

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
<b>Finansielle instrumenter i pct.</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,0	97,5
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>98,0</b>	<b>97,5</b>
Øvrige aktiver og passiver	2,0	2,5
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

### Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
Danske Bank	170.957	105.012

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.

### 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	Egenkapital
	31.12.2014	31.12.2013
	Ejerandel 1.000 DKK	Ejerandel 1.000 DKK
USA	15,89 3.942.267	17,72 2.868.081

## FLEXINVEST DANSKE OBLIGATIONER

Investerer i obligationer udstedt i danske kroner med en gennemsnitlig varighed som mellemlange til 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](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

Da afdelingen investerer i obligationer udstedt i danske kroner, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den danske rente. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, enkeltlanderisiko, 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 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 6,39 pct. Afdelingens afkast indfrie vores forventning om et positivt afkast og set i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen på danske statsobligationer, var afkastet meget tilfredsstillende, da markedet for danske statsobligationer som helhed steg 5,89 pct.

### 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 rentefal-

det. 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 0,50 procentpoint højere end ændringen i markedsudviklingen. Det kraftige rentefald hen over året medførte meget høje afkast på især lange obligationer. Afdelingens beholdning af 2,5 pct. realkreditobligationer med udløb i 2034 gav i årets løb et afkast på godt og vel 10 pct. og var herved en af afdelingens bedste investeringer. 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 markedsindekset. 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, vil derfor have stor betydning for investorernes afkast.

### AFDELINGENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Oktober 2006
Risikoindeks (1-7): 3
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060050987
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

0-1 år	15,4%
1-3 år	21,4%
3-5 år	17,5%
5-10 år	44,4%
Øvrige inkl. likvide	1,3%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,38
Standardafvigelse	2,92

## FLEXINVEST DANSKE OBLIGATIONER



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 markedsindekset for statsobligationer. 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. Afkastet kan dog blive både højere eller lavere end markedsudviklingen, blandt andet som følge af usikkerheden på de finansielle markeder.

## FLEXINVEST DANSKE OBLIGATIONER

## RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>		
1 Renteindtægter	108.605	95.828
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>108.605</b>	<b>95.828</b>
<b>Kursgevinster og -tab:</b>		
2 Obligationer	176.683	÷77.698
3 Handelsomkostninger	0	0
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>176.683</b>	<b>÷77.698</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>285.288</b>	<b>18.130</b>
4 Administrationsomkostninger	33.304	27.823
<b>Resultat før skat</b>	<b>251.984</b>	<b>÷9.692</b>
Skat	0	0
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>251.984</b>	<b>÷9.692</b>
<b>Formuebevægelser:</b>		
Udlodningsregulering	12.917	671
Overført fra sidste år	919	4.741
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>13.836</b>	<b>5.413</b>
<b>Til disposition</b>	<b>265.820</b>	<b>÷4.280</b>
5 Til rådighed for udlodning	118.935	86.450
Foreslået udlodning	118.935	85.531
Overført til udlodning næste år	0	919
<b>Overført til formuen</b>	<b>146.885</b>	<b>÷90.730</b>

## BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler:</b>		
Indestående i depotselskab	2.098	1.427
<b>I alt likvide midler</b>	<b>2.098</b>	<b>1.427</b>
<b>Obligationer:</b>		
Not. obl. fra danske udstedere	4.834.928	3.402.672
Not. obl. fra udl. udstedere	120.285	132.290
<b>I alt obligationer</b>	<b>4.955.213</b>	<b>3.534.961</b>
<b>Andre aktiver:</b>		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	49.586	42.584
Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	1.414
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>49.586</b>	<b>43.998</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>5.006.897</b>	<b>3.580.387</b>
<b>PASSIVER</b>		
6 Medlemmernes formue	4.952.930	3.571.038
<b>Anden gæld:</b>		
Skyldige omkostninger	1.876	6.506
Mellemvær. vedr. handelsafv.	52.091	2.842
<b>I alt anden gæld</b>	<b>53.967</b>	<b>9.349</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>5.006.897</b>	<b>3.580.387</b>

## NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	5,76	6,00	5,33	÷0,21	6,39
Indre værdi (DKK pr. andel)	108,08	101,31	105,14	100,20	104,11
Nettoresultat (t.DKK)	138.120	156.799	182.626	÷9.692	251.984
Udbytte (DKK pr. andel)	12,25	1,50	4,75	2,40	2,50
Administrationsomkostninger (pct.)	0,78	0,79	0,79	0,77	0,78
ÅOP	0,80	0,85	0,85	0,80	0,81
Omsætningshastighed (antal gange)	1,01	0,40	0,37	0,12	0,32
Medlemmernes formue (t.DKK)	2.150.605	3.514.723	3.487.027	3.571.038	4.952.930
Antal andele	19.898.271	34.693.016	33.166.900	35.638.107	47.573.837
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

# FLEXINVEST DANSKE 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	÷62
Noterede obligationer fra danske udstedere	105.896	92.687
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	2.709	3.203
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>108.605</b>	<b>95.828</b>

NOTE 2: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede obligationer fra danske udstedere	175.158	÷77.598
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	1.525	÷99
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>176.683</b>	<b>÷77.698</b>

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

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	25
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	21
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	14
Markedsføringsomkostninger	0	0	6.383	565
Gebyrer til depotselskab	0	0	372	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	6.216	65
Øvrige omkostninger	107	92	270	234
Managementhonorar	29.543	0	12.971	0
Fast administrationshonorar	3.562	0	686	0
I alt opdelte adm.omk.	33.212	92	26.898	925
<b>I alt adm.omkostninger</b>	<b>33.304</b>	<b>33.304</b>	<b>27.823</b>	<b>27.823</b>

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	108.605	95.828
Kursgevinst til udlodning	29.637	13.032
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	33.304	27.823
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	12.917	671
Udlodning overført fra sidste år	919	4.741
<b>I alt til rådighed for udlodning, brutto</b>	<b>118.774</b>	<b>86.450</b>
Frivillig udlodning	161	0
<b>I alt til rådighed for udlodning, netto</b>	<b>118.935</b>	<b>86.450</b>

NOTE 6: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	35.638.107	3.571.038	33.166.900	3.487.027
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		÷85.531		÷157.543
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		÷2.532		÷15.069
Emissioner i året	13.861.371	1.413.696	6.508.763	669.383
Indløsninger i året	÷1.925.641	÷197.260	÷4.037.556	÷404.876
Netto emissionsstillæg og indløsningsfradrag		1.535		1.808
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		÷12.917		÷671
Overført til udlodning fra sidste år		÷919		÷4.741
Overført til udlodning næste år		0		919
Foreslået udlodning		118.935		85.531
Overførsel af periodens resultat		146.885		÷90.730
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>47.573.837</b>	<b>4.952.930</b>	<b>35.638.107</b>	<b>3.571.038</b>

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

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.

## FLEXINVEST FONDE

Investorerer 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](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

Da afdelingen investerer i obligationer udstedt i danske kroner, har afdelingen investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den danske rente. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, enkeltlanderisiko, 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 risikoindikatoren 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 2,94 pct. Afdelingen har intet benchmark, men det opnåede afkast var 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 interna-

tional 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 1,45 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 indfrielser 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 realkreditsekto-

### AFDELINGENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Juni 2009
Risikoindikator [1-7]: 2
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060178002
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

0-1 år	46,6%
1-3 år	20,5%
3-5 år	10,8%
5-10 år	14,0%
Øvrige inkl. likvide	8,1%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,50
Standardafvigelse	1,58



## FLEXINVEST FONDE



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 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.

## FLEXINVEST FONDE

## RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>		
1 Renteindtægter	14.932	7.395
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>14.932</b>	<b>7.395</b>
<b>Kursgevinster og -tab:</b>		
2 Obligationer	2.852	÷4.209
3 Handelsomkostninger	0	0
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>2.852</b>	<b>÷4.209</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>17.784</b>	<b>3.186</b>
4 Administrationsomkostninger	4.287	1.971
<b>Resultat før skat</b>	<b>13.497</b>	<b>1.215</b>
Skat	0	0
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>13.497</b>	<b>1.215</b>
<b>Formuebevægelser:</b>		
Udlodningsregulering	1.677	3.290
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>1.677</b>	<b>3.290</b>
<b>Til disposition</b>	<b>15.173</b>	<b>4.505</b>
5 Til rådighed for udlodning	12.694	9.016
Foreslået udlodning	6.219	5.862
Udbetalt acontoudlodning	6.476	3.154
<b>Overført til formuen</b>	<b>2.479</b>	<b>÷4.511</b>

## BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler:</b>		
Indestående i depotselskab	4.896	1.198
<b>I alt likvide midler</b>	<b>4.896</b>	<b>1.198</b>
<b>Obligationer:</b>		
Not. obl. fra danske udstedere	678.472	423.052
<b>I alt obligationer</b>	<b>678.472</b>	<b>423.052</b>
<b>Andre aktiver:</b>		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	5.048	3.616
Mellemvær: vedr. handelsaf v.	0	263
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>5.048</b>	<b>3.879</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>688.416</b>	<b>428.128</b>
<b>PASSIVER</b>		
6 Medlemmernes formue	637.793	427.377
<b>Anden gæld:</b>		
Skyldige omkostninger	248	714
Mellemvær: vedr. handelsaf v.	50.375	37
<b>I alt anden gæld</b>	<b>50.623</b>	<b>751</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>688.416</b>	<b>428.128</b>

## NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	3,33	3,94	3,22	1,05	2,94
Indre værdi (DKK pr. andel)	103,01	103,47	103,49	102,07	102,56
Nettoresultat (t.DKK)	680	1.988	2.015	1.215	13.497
Udbytte (DKK pr. andel)	3,75	3,25	3,25	2,40	2,10
Administrationsomkostninger (pct.)	0,75	0,81	0,81	0,79	0,79
ÅOP	0,80	0,86	0,87	0,81	0,82
Omsætningshastighed (antal gange)	0,28	0,05	0,29	0,04	0,21
Medlemmernes formue (t.DKK)	44.146	61.883	64.680	427.377	637.793
Antal andele	428.554	598.097	624.960	4.187.032	6.218.693
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

# FLEXINVEST 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	±3
Noterede obligationer fra danske udstedere	14.932	7.398
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>14.932</b>	<b>7.395</b>

NOTE 2: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede obligationer fra danske udstedere	2.852	±4.209
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>2.852</b>	<b>±4.209</b>

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

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	264	39
Gebyrer til depotselskab	0	0	35	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	256	5
Øvrige omkostninger	15	11	17	19
Managementhonorar	3.757	0	1.301	0
Fast administrationshonorar	504	0	31	0
I alt opdelte adm.omk.	4.276	11	1.904	67
<b>I alt adm.omkostninger</b>	<b>4.287</b>	<b>11</b>	<b>1.971</b>	<b>1.971</b>

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	14.932	7.395
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	4.287	1.971
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	1.677	3.290
<b>I alt til rådighed for udlodning, brutto</b>	<b>12.321</b>	<b>8.714</b>

Frivillig udlodning	373	302
<b>I alt til rådighed for udlodning, netto</b>	<b>12.694</b>	<b>9.016</b>

NOTE 6: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	4.187.032	427.377	624.960	64.680
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		±5.862		±937
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		±1.066		±2.125
Emissioner i året	2.195.656	226.984	3.981.591	409.779
Indløsninger i året	±163.995	±16.905	±419.519	±42.863
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		243		782
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		±1.677		±3.290
Foreslået udlodning		6.219		5.862
Overførsel af periodens resultat		2.479		±4.511
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>6.218.693</b>	<b>637.793</b>	<b>4.187.032</b>	<b>427.377</b>

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
<b>Finansielle instrumenter i pct.</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	106,4	99,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>106,4</b>	<b>99,0</b>
Øvrige aktiver og passiver	±6,4	1,0
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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.

## FLEXINVEST KORTE OBLIGATIONER

Investerer i obligationer udstedt i danske kroner 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, har afdelingen investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den danske rente. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, enkeltlanderisiko, 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 risikoindikatoren 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 0,82 pct. Afdelingens afkast indfrie vores forventning om et positivt afkast og set i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen på korte danske statsobligationer, der steg 0,48 pct., var afkastet tilfredsstillende.

### 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 0,34 procentpoint højere end ændringen i markedsudviklingen. Det kraftige rentefald hen over året medførte meget høje afkast på især lange obligationer. Afdelingens beholdning af statsobligationer med udløb i 2021 gav i årets løb et afkast på knap 10 pct. og var herved en af afdelingens bedste investeringer. 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 markedsindekset. 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.

### AFDELINGENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Oktober 2006
Risikoindikator [1-7]: 2
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060051282
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

0-1 år	47,9%
1-3 år	38,8%
3-5 år	9,7%
5-10 år	2,3%
Øvrige inkl. likvide	1,3%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,55
Standardafvigelse	0,99

## FLEXINVEST KORTE OBLIGATIONER

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.

### 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 markedsindekset for korte danske statsobligationer. 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. Afkastet kan dog blive både højere eller lavere end markedsudviklingen, blandt andet som følge af usikkerheden på de finansielle markeder.

## FLEXINVEST KORTE OBLIGATIONER

## RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>		
1 Renteindtægter	400.859	349.836
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>400.859</b>	<b>349.836</b>
<b>Kursgevinster og -tab:</b>		
2 Obligationer	÷ 150.908	÷ 125.398
3 Handelsomkostninger	0	0
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>÷ 150.908</b>	<b>÷ 125.398</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>249.951</b>	<b>224.438</b>
4 Administrationsomkostninger	114.198	98.838
<b>Resultat før skat</b>	<b>135.754</b>	<b>125.600</b>
Skat	0	0
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>135.754</b>	<b>125.600</b>
<b>Formuebevægelser:</b>		
Udlodningsregulering	4.702	30.351
Overført fra sidste år	11.574	15.051
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>16.276</b>	<b>45.403</b>
<b>Til disposition</b>	<b>152.029</b>	<b>171.003</b>
5 Til rådighed for udlodning	142.690	278.698
Foreslået udlodning	127.759	267.124
Overført til udlodning næste år	14.931	11.574
<b>Overført til formuen</b>	<b>9.339</b>	<b>÷ 107.695</b>

## BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler:</b>		
Indestående i depotselskab	140.784	157.221
<b>I alt likvide midler</b>	<b>140.784</b>	<b>157.221</b>
<b>Obligationer:</b>		
Not. obl. fra danske udstedere	17.906.296	17.385.794
Not. obl. fra udl. udstedere	840.101	644.586
<b>I alt obligationer</b>	<b>18.746.396</b>	<b>18.030.380</b>
<b>Andre aktiver:</b>		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	146.548	175.350
Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	12.802
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>146.548</b>	<b>188.152</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>19.033.729</b>	<b>18.375.753</b>
<b>PASSIVER</b>		
6 Medlemmernes formue	18.689.275	18.353.213
<b>Anden gæld:</b>		
Skyldige omkostninger	5.346	22.540
Mellemvær. vedr. handelsafv.	339.108	0
<b>I alt anden gæld</b>	<b>344.454</b>	<b>22.540</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>19.033.729</b>	<b>18.375.753</b>

## NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	2,96	2,42	2,92	0,88	0,82
Indre værdi (DKK pr. andel)	106,05	102,94	103,90	103,06	102,40
Nettoresultat (t.DKK)	230.945	273.770	406.874	125.600	135.754
Udbytte (DKK pr. andel)	5,50	2,00	1,75	1,50	0,70
Administrationsomkostninger (pct.)	0,60	0,60	0,60	0,60	0,61
ÅOP	0,62	0,66	0,66	0,63	0,64
Omsætningshastighed (antal gange)	1,28	0,76	0,51	0,12	0,56
Medlemmernes formue (t.DKK)	6.675.032	13.712.787	14.698.352	18.353.213	18.689.275
Antal andele	62.942.074	133.212.622	141.465.072	178.082.573	182.512.339
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

# FLEXINVEST 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	229	489
Noterede obligationer fra danske udstedere	388.708	339.914
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	11.922	9.434
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>400.859</b>	<b>349.836</b>

NOTE 2: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede obligationer fra danske udstedere	÷ 156.102	÷ 129.779
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	5.195	4.381
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>÷ 150.908</b>	<b>÷ 125.398</b>

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

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	117
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	99
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	66
Markedsføringsomkostninger	0	0	16.904	2.606
Gebyrer til depotselskab	0	0	1.646	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	26.656	298
Øvrige omkostninger	538	475	1.225	1.069
Managementhonorar	97.781	0	44.976	0
Fast administrationshonorar	15.404	0	3.176	0
I alt opdelte adm.omk.	113.723	475	94.583	4.255
<b>I alt adm.omkostninger</b>		<b>114.198</b>		<b>98.838</b>

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	400.859	349.836
Kursgevinst til udlodning	÷ 160.247	÷ 17.704
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	114.198	98.838
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	4.702	30.351
Udlodning overført fra sidste år	11.574	15.051
<b>I alt til rådighed for udlodning, netto</b>	<b>142.690</b>	<b>278.698</b>

NOTE 6: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK

Medlemmernes formue primo	178.082.573	18.353.213	141.465.072	14.698.352
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷ 267.124		÷ 247.564
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		14.977		÷ 52.223
Emissioner i året	46.348.888	4.761.835	83.765.487	8.643.393
Indløsninger i året	÷ 41.919.122	÷ 4.317.591	÷ 47.147.986	÷ 4.831.737
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		8.212		17.392
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		÷ 4.702		÷ 30.351
Overført til udlodning fra sidste år		÷ 11.574		÷ 15.051
Overført til udlodning næste år		14.931		11.574
Foreslået udlodning		127.759		267.124
Overførsel af periodens resultat		9.339		÷ 107.695
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>182.512.339</b>	<b>18.689.275</b>	<b>178.082.573</b>	<b>18.353.213</b>

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
<b>Finansielle instrumenter i pct.</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	100,3	98,2
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,3</b>	<b>98,2</b>
Øvrige aktiver og passiver	÷ 0,3	1,8
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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.

## FLEXINVEST LANGE OBLIGATIONER

Investerer i obligationer udstedt i danske kroner 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](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

Da afdelingen investerer i obligationer udstedt i danske kroner, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den danske rente. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, enkeltlanderisiko, 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 risikoindekstoren 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 9,30 pct. Afdelingens afkast indfriede vores forventning om et positivt afkast og set i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen på lange danske obligationer, der steg 9,51 pct., var afkastet tilfredsstillende.

### 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 0,21 procentpoint lavere end ændringen i markedsudviklingen på lange danske obligationer. Det kraftige rentefald hen over året medførte meget høje afkast på især lange obligationer. Afdelingens beholdning af statsobligationer med udløb i 2039 gav i årets løb et afkast på 28 pct. og var herved en af afdelingens bedste investeringer. I modsat retning trak beholdningen af korte og mellem-lange realkreditobligationer, idet disse i årets løb steg mellem 2-5 pct. 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 markedsindekset. 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, vil derfor have stor betydning for investorernes afkast.

### AFDELINGENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Juni 2009
Risikoindeks (1-7): 3
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060178192
Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

0-1 år	3,3%
1-3 år	39,8%
3-5 år	11,6%
5-10 år	34,3%
Over 10 år	9,9%
Øvrige inkl. likvide	1,1%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,30
Standardafvigelse	4,21



## FLEXINVEST LANGE OBLIGATIONER



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 markedsindekset for lange obligationer. 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. Afkastet kan dog blive både højere eller lavere end markedsudviklingen, blandt andet som følge af usikkerheden på de finansielle markeder.

## FLEXINVEST LANGE OBLIGATIONER

### RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>		
1 Renteindtægter	4.603	2.371
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>4.603</b>	<b>2.371</b>
<b>Kursgevinster og -tab:</b>		
2 Obligationer	13.231	÷2.488
3 Handelsomkostninger	0	0
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>13.231</b>	<b>÷2.488</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>17.834</b>	<b>÷117</b>
4 Administrationsomkostninger	1.474	758
<b>Resultat før skat</b>	<b>16.360</b>	<b>÷875</b>
Skat	0	0
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>16.360</b>	<b>÷875</b>
<b>Formuebevægelser:</b>		
Udlodningsregulering	381	915
Overført fra sidste år	116	18
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>497</b>	<b>933</b>
<b>Til disposition</b>	<b>16.857</b>	<b>58</b>
5 Til rådighed for udlodning	6.947	2.574
Foreslået udlodning	4.812	1.316
Udbetalt acontoudlodning	1.990	1.142
Overført til udlodning næste år	144	116
<b>Overført til formuen</b>	<b>9.910</b>	<b>÷2.516</b>

### BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler:</b>		
Indestående i depotselskab	244	2.836
<b>I alt likvide midler</b>	<b>244</b>	<b>2.836</b>
<b>Obligationer:</b>		
Not. obl. fra danske udstedere	198.026	141.751
Not. obl. fra udl. udstedere	6.588	6.114
<b>I alt obligationer</b>	<b>204.614</b>	<b>147.864</b>
<b>Andre aktiver:</b>		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	1.591	1.173
Mellemvær: vedr. handelsaf v.	75	401
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>1.666</b>	<b>1.574</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>206.524</b>	<b>152.274</b>
<b>PASSIVER</b>		
6 Medlemmernes formue	206.429	152.017
<b>Anden gæld:</b>		
Skyldige omkostninger	80	258
Mellemvær: vedr. handelsaf v.	15	0
<b>I alt anden gæld</b>	<b>95</b>	<b>258</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>206.524</b>	<b>152.274</b>

### NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	6,55	10,06	5,83	÷0,64	9,30
Indre værdi (DKK pr. andel)	109,95	112,65	115,05	103,93	111,53
Nettoresultat (t.DKK)	1.718	4.220	2.421	÷875	16.360
Udbytte (DKK pr. andel)	7,75	4,00	10,75	1,90	3,70
Administrationsomkostninger (pct.)	0,77	0,81	0,84	0,80	0,79
ÅOP	0,82	0,88	0,91	0,83	0,82
Omsætningshastighed (antal gange)	0,35	0,21	0,22	0,00	0,57
Medlemmernes formue (t.DKK)	36.745	49.160	37.280	152.017	206.429
Antal andele	334.204	436.381	324.038	1.462.632	1.850.925
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

# FLEXINVEST 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	÷ 1
Noterede obligationer fra danske udstedere	4.360	2.305
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	243	68
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>4.603</b>	<b>2.371</b>

NOTE 2: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede obligationer fra danske udstedere	13.218	÷ 2.474
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	13	÷ 14
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>13.231</b>	<b>÷ 2.488</b>

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

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
Markedsføringsomkostninger	0	0	113	15
Gebyrer til depotselskab	0	0	21	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	109	2
Øvrige omkostninger	7	4	7	9
Managementhonorar	1.290	0	466	0
Fast administrationshonorar	173	0	15	0
I alt opdelte adm.omk.	1.469	4	730	28
<b>I alt adm.omkostninger</b>		<b>1.474</b>		<b>758</b>

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	4.603	2.371
Kursgevinst til udlodning	3.321	28
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	1.474	758
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	381	915
Udlodning overført fra sidste år	116	18
<b>I alt til rådighed for udlodning, netto</b>	<b>6.947</b>	<b>2.574</b>

NOTE 6: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	1.462.632	152.017	324.038	37.280
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		÷ 1.316		÷ 3.078
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		÷ 201		÷ 4.285
Emissioner i året	443.642	47.533	1.251.574	135.797
Indløsninger i året	÷ 55.349	÷ 6.028	÷ 112.980	÷ 11.949
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		55		270
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		÷ 381		÷ 915
Overført til udlodning fra sidste år		÷ 116		÷ 18
Overført til udlodning næste år		144		116
Foreslået udlodning		4.812		1.316
Overførsel af periodens resultat		9.910		÷ 2.516
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>1.850.925</b>	<b>206.429</b>	<b>1.462.632</b>	<b>152.017</b>

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
<b>Finansielle instrumenter i pct.</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,1	97,3
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>99,1</b>	<b>97,3</b>
Øvrige aktiver og passiver	0,9	2,7
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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.

## FLEXINVEST UDENLANDSKE OBLIGATIONER

Investerer i udenlandske obligationer, herunder statsobligationer udstedt af emerging markets-lande og i obligationer udstedt af kreditinstitutter og erhvervsvirksomheder, herunder obligationer med høj kreditrisiko (high yield). Hovedparten af afdelingens valuta afdækkes mod DKK eller EUR. 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](http://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 3,24 pct. Afdelingen har intet benchmark. Afkastet er mindre tilfredsstillende set i lyset af udviklingen på de forskellige obligationsmarkeder. Afdelingen indfriele vores 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 nervositeten 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.

### AFDELINGENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Oktober 2006
Risikoindeksator [1-7]: 3
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060051449
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

0-1 år	7,8%
1-3 år	13,0%
3-5 år	39,3%
5-10 år	32,0%
Over 10 år	4,5%
Øvrige inkl. likvide	3,4%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,96
Standardafvigelse	5,50

## FLEXINVEST UDENLANDSKE OBLIGATIONER

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingen havde i årets løb ca. 15 pct. af formuen investeret i obligationer udstedt af europæiske virksomheder med en høj kreditkvalitet og ca. 30 pct. af formuen i obligationer udstedt af amerikanske og europæiske virksomheder med lav kreditkvalitet. Herudover havde afdelingen ca. 45 pct. i obligationer udstedt i nye markeder. Disse obligationer var dels udstedt i US dollar, dels i det enkelte udviklingslands valuta. Endelig udgjorde obligationer hvis afkast er positivt påvirket af stigende inflation (indeksobligationer) ca. 7 pct. af formuen. Afdelingen havde i perioden ikke valutarisici, på nær den del som var investeret i nye markeder obligationer udstedt i lokalvaluta. I 2014 blev andelen af nye markeder obligationer øget på bekostning af indeksobligationer og virksomhedsobligationer. Nye markeder obligationer udstedt i lokalvaluta og virksomhedsobligationer med lav kreditkvalitet trak afdelingens afkast ned, da disse obligationer gav det laveste afkast i 2014. Indeksobligationer og virksomhedsobligationer med høj kreditkvalitet samt nye markeder obligationer udstedt i USD bidrog positivt til afkastet.

### 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.

## FLEXINVEST UDENLANDSKE OBLIGATIONER

## RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>		
1 Renteindtægter	441.628	392.191
2 Renteudgifter	12	59
3 Udbytter	17.158	16.625
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>458.774</b>	<b>408.756</b>
<b>Kursgevinster og -tab:</b>		
4 Obligationer	649.585	÷360.929
Kapitalandele	÷69.380	÷35.931
Afledte finansielle instr.	÷729.037	184.810
Valutakonti	62.995	10.795
Øvrige aktiver/passiver	8	0
5 Handelsomkostninger	÷911	÷680
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>÷86.740</b>	<b>÷201.935</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>372.034</b>	<b>206.822</b>
6 Administrationsomkostninger	121.358	103.050
<b>Resultat før skat</b>	<b>250.676</b>	<b>103.772</b>
Skat	0	0
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>250.676</b>	<b>103.772</b>
<b>Formuebevægelser:</b>		
Udlodningsregulering	20.990	÷162.344
Overført fra sidste år	0	4.681
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>20.990</b>	<b>÷157.663</b>
<b>Til disposition</b>	<b>271.666</b>	<b>÷53.891</b>
7 Til rådighed for udlodning	0	0
<b>Overført til formuen</b>	<b>271.666</b>	<b>÷53.891</b>

## BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler:</b>		
Indestående i depotselskab	442.575	85.059
<b>I alt likvide midler</b>	<b>442.575</b>	<b>85.059</b>
<b>Obligationer:</b>		
Not. obl. fra danske udstedere	56.462	123.107
Not. obl. fra udl. udstedere	7.639.597	7.416.674
Unoterede obligationer	23.355	7.751
<b>I alt obligationer</b>	<b>7.719.414</b>	<b>7.547.531</b>
<b>Kapitalandele:</b>		
Inv-beviser i andre danske inv- og specialforeninger	2.471.776	188.284
<b>I alt kapitalandele</b>	<b>2.471.776</b>	<b>188.284</b>
<b>Afl. finansielle instr.:</b>		
Unot. afl. finansielle instr.	12.384	130.129
<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>12.384</b>	<b>130.129</b>
<b>Andre aktiver:</b>		
Tilg.hav. renter; udbytter m.m.	138.017	120.334
Mellemvær vedr. handelsafv.	3.843	5.712
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>141.861</b>	<b>126.046</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>10.788.010</b>	<b>8.077.049</b>
<b>PASSIVER</b>		
8 Medlemmernes formue	10.664.007	8.046.194
<b>Afledte finansielle instrumenter:</b>		
Unot. afl. finansielle instr.	119.097	13.824
<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>119.097</b>	<b>13.824</b>
<b>Anden gæld:</b>		
Skyldige omkostninger	4.906	17.031
<b>I alt anden gæld</b>	<b>4.906</b>	<b>17.031</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>10.788.010</b>	<b>8.077.049</b>

## NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	8,81	1,35	16,49	1,31	3,24
Indre værdi (DKK pr. andel)	107,38	99,97	108,50	99,97	103,21
Nettoresultat (t.DKK)	373.235	74.854	930.610	103.772	250.676
Udbytte (DKK pr. andel)	9,00	7,25	10,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,13	1,21	1,22	1,21	1,22
ÅOP	1,31	1,43	1,37	1,33	1,36
Omsætningshastighed (antal gange)	0,41	0,76	0,43	0,39	0,82
Medlemmernes formue (t.DKK)	6.704.306	5.742.691	6.680.172	8.046.194	10.664.007
Antal andele	62.432.948	57.445.564	61.568.893	80.486.781	103.324.720
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

# FLEXINVEST UDENLANDSKE 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	18	+1.063
Noterede obligationer fra danske udstedere	2.826	6.810
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	436.753	386.305
Unoterede obligationer	1.309	223
Andre renteindtægter	721	+85
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>441.628</b>	<b>392.191</b>

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2014	2013
Andre renteudgifter	12	59
<b>I alt renteudgifter</b>	<b>12</b>	<b>59</b>

NOTE 3: UDBYTTET I 1.000 DKK	2014	2013
Inv-beviser i andre danske inv- og specialforeninger	17.158	16.625
<b>I alt udbytter</b>	<b>17.158</b>	<b>16.625</b>

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede obligationer fra danske udstedere	855	532
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	643.565	+360.079
Unoterede obligationer	5.164	+1.381
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	+69.380	+35.931
Terminsfremretninger/futures m.m.	+753.436	186.873
Renteformretninger	24.399	+2.063
Valutakonti	62.995	10.795
Øvrige aktiver/passiver	8	0
Handelsomkostninger	+911	+680
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>+86.740</b>	<b>+201.935</b>

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	+1.054	+1.303
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	143	623
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>+911</b>	<b>+680</b>

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	59
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	49
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	33
Markedsføringsomkostninger	0	0	14.065	1.303
Gebyrer til depotselskab	0	0	4.396	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	23.752	149
Øvrige omkostninger	762	205	604	724
Managementhonorar	108.395	0	56.653	0
Fast administrationshonorar	11.996	0	1.263	0
I alt opdelte adm.omk.	121.153	205	100.734	2.317
<b>I alt adm.omkostninger</b>		<b>121.358</b>		<b>103.050</b>

I administrationsomkostningerne indgår t.DKK 16.999 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 7: TIL RÅDIGHED FOR UDLØSNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	458.774	408.756
Kursgevinst til udlodning	+382.086	297.326
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	121.358	103.050
Overført fra Kursregulering af investeringsbeviser	16.999	3.656
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	20.990	+162.344
Fremførbare tab fra sidste år	0	+496.084
Udlodning overført fra sidste år	0	4.681
<b>I alt til rådighed for udlodning, brutto</b>	<b>+6.682</b>	<b>+47.059</b>
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	+6.682	+47.059
<b>I alt til rådighed for udlodning, netto</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	80.486.781	8.046.194	61.568.893	6.680.172
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		0		+615.689
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		0		6.057
Emissioner i året	25.812.077	2.664.079	51.821.229	5.123.991
Indløsninger i året	+2.974.138	+308.981	+32.903.341	+3.292.530
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		12.039		40.421
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		+20.990		162.344
Overført til udlodning fra sidste år		0		+4.681
Overførsel af periodens resultat		271.666		+53.891
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>103.324.720</b>	<b>10.664.007</b>	<b>80.486.781</b>	<b>8.046.194</b>

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
<b>Finansielle instrumenter i pct.</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	88,6	89,0
§144a - Nyemitterede	6,7	7,0
Øvrige finansielle instrumenter	+0,8	1,5
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>94,6</b>	<b>97,5</b>
Øvrige aktiver og passiver	5,4	2,4
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

### Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
4,10 DANSKE BANK 16/3-2005/2018	9.733	31.461
2,75 DANSKE BANK FRN 19/5-2014/2026	3.844	0
3,875 DANSKE BANK EMTN 28/2-2012/2017	5.211	0
<b>I alt</b>	<b>18.788</b>	<b>31.461</b>

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.

## FX – ACCUMULATING KL

Investorerer i G10 valutaer samt obligationer udstedt i EUR eller DKK. Afdelingen er aktivt styret.

Beretningen for afdelingen 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](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

Afdelingen investerer i obligationer udstedt i DKK eller EUR. Endvidere investerer afdelingen i valutaterminkontrakter inden for universet af G10-valutaerne (EUR, USD, GBP, CHF, JPY, SEK, NOK, AUD, NZD og CAD). Afdelingens eksponeringer i G10-valutaerne, som ikke er afdelingens basisvaluta, kan påvirke afdelingens værdi i positiv eller negativ retning. Afdelingen har mulighed for at påtage sig en valutaeksponering på op til 250 pct. af afdelingens formue. Dette vil forstærke gevinst eller tab på afdelingens investeringer. Afdelingen anvender Value at Risk med henblik på at opføre og styre markedsrisikoen. Denne metode er modelbaseret og som sådan afhængig af de forudsætninger, der ligger til grund for modellen. Herudover består risikoen af risici knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, 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«.

En VaR-model udtrykker det maksimale tab en afdeling kan have inden for et konfidensinterval over en given tidsperiode. Absolut VaR må maksimalt være 12 pct. pr. måned, svarende til 2,68 pct. pr. dag beregnet på følgende grundlag:

- Daglig beregning
- 99 pct. konfidensinterval
- Ihændeleverperiode på 1 måned
- VaR-beregninger (historisk model), baseret på en effektiv observationsperiode siden oktober 2000.

Den daglige laveste, gennemsnitlige og højeste udnyttelse har i 2014 været: 1,26 pct., 1,45 pct. og 1,60 pct.

Den samlede valutaeksponering tilstræbes at være 200 pct. af formuen ved kontraktens indgåelse.

Den samlede valutaeksponering (gearing) beregnes som summen af de numeriske værdier af nettopositionerne i de afledte finansielle instrumenter. Valutaeksponeringen kan kortvarigt være højere, men forventes ikke at overstige 250 pct.

Den gennemsnitlige gearing har i 2014 været 146 pct.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 1,79 pct. Afdelingen har ikke noget benchmark, men derimod en målsætning om at skabe et årligt afkast på 3-4 pct. over den risikofrie rente. Afkastet er mindre tilfredsstillende og har ikke indfriet vores forventninger om et afkast på 3-4 pct. i 2014.

### Markedet

Valutamarkedet var i 2014 præget af stor usikkerhed og deraf følgende store udsving i valutakurserne. Udsvingene gennem 2014 skyldtes især en faldende inflation i flere lande, som fik flere centralbanker til at lempe pengepolitikken yderligere. Samtidig opstod der tiltagende geopolitiske gnidninger - særligt mellem Ukraine og Rusland. Derudover bidrog olieprisens markante fald samt den amerikanske centralbanks afslutning af sine obligationsopkøb også til valutaudsvingene.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens valutastrategier har i 2014 givet et positivt afkast. Afdelingen har gennem 2014 været overvægtet i valu-

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Juni 2011
Risikoindeksator [1-7]: 6
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060312932
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

0-1 år	83,9%
1-3 år	0,2%
Øvrige inkl. likvide	15,9%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	-0,09
Standardafvigelse	8,01



## FX – ACCUMULATING KL

taerne AUD, NZD, NOK og CAD, og undervægtet i valutaerne USD, GBP, SEK og EUR.

Størstedelen af det positive afkast i 2014 stammer fra overvægten i AUD mod undervægten i EUR

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Ved indgangen til 2015 er afdelingens største valutaundervægt EUR. ECB har annonceret, at den vil øge sin balance betragteligt. Hvorvidt ECB formår at opfylde dette, vil have en afgørende indflydelse på udviklingen i EUR. Derudover vil den politiske udvikling i Euroland fortsat være en afgørende faktor. Ligeledes er afdelingen undervægtet i SEK. Sverige kæmper også med for lav inflation. Her kan Riksbanken også blive nødsaget til at lempe pengepolitikken yderligere. Endelig er afdelingens to største valutaovervægte ved indgangen til 2015 AUD og NZD, som begge blandt andet er afhængige af udviklingen i råvarepriser, da disse to lande er eksportører af råvarer.

### Forventninger til markedet samt strategi

Dominerende temaer i 2015 vil være den økonomiske udvikling i USA og herunder hvorvidt den amerikanske centralbank vil hæve den ledende rente. Derudover vil udviklingen i olieprisen og den geopolitiske stabilitet være i fokus. Ligeledes vil der fortsat være opmærksomhed på det politiske samarbejde i Euroland også set i lyset af, at der i flere Eurolande skal afholdes valg, hvor modstandere af EU ser ud til at vinde frem. Endelig vil udviklingen i inflationen i flere lande spille en vigtig rolle for de respektive centralbanker og deres pengepolitik. Vi forventer derfor fortsat store udsving i valutakurserne. Dette vil formentlig give anledning til betydelige udsving i afkastet.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast. Betydelige udsving i afkastet må dog forventes pga. den betydelige usikkerhed, der præger de finansielle markeder ved indgangen til året 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.

## FX – ACCUMULATING

## RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>		
1 Renteindtægter	8.735	14.465
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>8.735</b>	<b>14.465</b>
<b>Kursgevinster og -tab:</b>		
2 Obligationer	÷9.543	÷16.404
Afledte finansielle instr:	15.842	÷48.612
Valutakonti	÷6.592	1.786
Øvrige aktiver/passiver	0	÷1
3 Handelsomkostninger	÷8	÷12
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>÷300</b>	<b>÷63.243</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>8.436</b>	<b>÷48.777</b>
4 Administrationsomkostninger	2.779	4.029
<b>Resultat før skat</b>	<b>5.657</b>	<b>÷52.807</b>
Skat	0	0
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>5.657</b>	<b>÷52.807</b>
<b>Overført til formuen</b>	<b>5.657</b>	<b>÷52.807</b>

## BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler:</b>		
Indestående i depotselskab	7.145	24.484
<b>I alt likvide midler</b>	<b>7.145</b>	<b>24.484</b>
<b>Obligationer:</b>		
Not. obl. fra udl. udstedere	424.987	406.745
<b>I alt obligationer</b>	<b>424.987</b>	<b>406.745</b>
<b>Afl. finansielle instr.:</b>		
Unot. afl. finansielle instr:	10.411	788
<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>10.411</b>	<b>788</b>
<b>Andre aktiver:</b>		
Tilg.hav. renter; udbytter m.m.	5.816	6.485
Mellemvær: vedr. handelsafv.	289	3.298
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>6.105</b>	<b>9.782</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>448.647</b>	<b>441.799</b>
<b>PASSIVER</b>		
5 Medlemmernes formue	444.785	437.461
<b>Afledte finansielle instrumenter:</b>		
Unot. afl. finansielle instr:	3.711	3.450
<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>3.711</b>	<b>3.450</b>
<b>Anden gæld:</b>		
Skyldige omkostninger	151	888
<b>I alt anden gæld</b>	<b>151</b>	<b>888</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>448.647</b>	<b>441.799</b>

## NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast i EUR (pct.)*	-	2,04	4,48	÷7,68	1,79
Indre værdi (EUR pr. andel)	-	102,04	106,62	98,43	100,19
Nettoresultat (t.DKK)*	-	1.423	17.622	÷52.807	5.657
Administrationsomkostninger (pct.)	-	0,63	0,61	0,62	0,65
ÅOP	-	0,64	0,61	0,63	0,65
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	0,31	0,82	0,51	0,50
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	338.632	588.738	437.461	444.785
Antal andele	-	446.490	740.119	595.763	596.177
Stykstørrelse i EUR	-	100	100	100	100

\* 2011 dækker en periode på mindre end 12 måneder

## FX – ACCUMULATING

### 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	÷9
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	8.727	14.474
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>8.735</b>	<b>14.465</b>

NOTE 2: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	÷9.543	÷16.404
Terminsforsretninger/futures m.m.	15.842	÷48.612
Valutakonti	÷6.592	1.786
Øvrige aktiver/passiver	0	÷1
Handelsomkostninger	÷8	÷12
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>÷300</b>	<b>÷63.243</b>

NOTE 3: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷8	÷12
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>÷8</b>	<b>÷12</b>

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	5
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	4
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	3
Markedsføringsomkostninger	0	0	0	154
Gebyrer til depotselskab	0	0	78	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	1.626	12
Øvrige omkostninger	17	15	49	45
Managementhonorar	2.164	0	1.889	0
Fast administrationshonorar	582	0	166	0
I alt opdelte adm.omk.	2.763	15	3.808	221
<b>I alt adm.omkostninger</b>		<b>2.779</b>		<b>4.029</b>

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: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	595.763	437.461	740.119	588.738
Emissioner i året	154.629	116.372	266.762	207.901
Indløsninger i året	÷154.215	÷114.705	÷411.118	÷306.371
Overførsel af periodens resultat		5.657		÷52.807
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>596.177</b>	<b>444.785</b>	<b>595.763</b>	<b>437.461</b>

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
<b>Finansielle instrumenter i pct.</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	95,5	93,0
Øvrige finansielle instrumenter	1,5	÷0,6
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>97,1</b>	<b>92,4</b>
Øvrige aktiver og passiver	2,9	7,6
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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.

## GEM – 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 investorerens afkast.

Afdelingen udbydes i to andelsklasser:

- GEM, ossuslaji EUR W
- GEM – Akkumulerende, klasse DKK 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.

## GEM – AKKUMULERENDE KL

## RESULTATOPGØRELSE

	28.10.-31.12.2014	31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>		
1 Renteindtægter	51	
2 Renteudgifter	1	
3 Udbytter	2.729	
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>2.779</b>	
<b>Kursgevinster og -tab:</b>		
Kapitalandele	3.017	
Valutakonti	11.490	
Øvrige aktiver/passiver	12	
5 Handelsomkostninger	÷318	
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>14.201</b>	
<b>I alt indtægter</b>	<b>16.980</b>	
6 Administrationsomkostninger	3.152	
<b>Resultat før skat</b>	<b>13.828</b>	
7 Skat	115	
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>13.713</b>	
<b>Overført til formuen</b>	<b>13.713</b>	

## BALANCE

	31.12.2014
	1.000 DKK
<b>AKTIVER</b>	
<b>Likvide midler:</b>	
Indestående i depotselskab	37.814
<b>I alt likvide midler</b>	<b>37.814</b>
<b>Kapitalandele:</b>	
Not. aktier fra udl. selskaber	1.227.395
Inv-beviser i andre udl. inv- og specialforeninger	106.141
<b>I alt kapitalandele</b>	<b>1.333.537</b>
<b>Andre aktiver:</b>	
Tilg.hav. renter; udbytter m.m.	2.244
Mellemvær: vedr. handelsaf v.	1.182
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>3.427</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.374.777</b>
<b>PASSIVER</b>	
8 Medlemmernes formue	1.373.226
<b>Anden gæld:</b>	
Skyldige omkostninger	1.171
Mellemvær: vedr. handelsaf v.	380
<b>I alt anden gæld</b>	<b>1.551</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>1.374.777</b>

## NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	-	-	-	-	2014
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	-	13.713
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	-	0,13
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	-	1.373.226

\* 2014 dækker en periode på mindre end 12 måneder

## GEM – 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**

Indestående i depotselskab	51
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>51</b>

**NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK** **2014**

Andre renteudgifter	1
<b>I alt renteudgifter</b>	<b>1</b>

**NOTE 3: UDBYTTER I 1.000 DKK** **2014**

Noterede aktier fra udenlandske selskaber	2.729
<b>I alt udbytter</b>	<b>2.729</b>

**NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK** **2014**

Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.505
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	439
Inv-beviser i udenlandske inv- og specialforeninger	1.074
Valutakonti	11.490
Øvrige aktiver/passiver	12
Handelsomkostninger	÷318
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>14.201</b>

**NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK** **2014**

Bruttohandelsomkostninger	÷2.116
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	1.797
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>÷318</b>

**NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK** **2014**

	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	21	0
Managementhonorar	2.846	0
Fast administrationshonorar	285	0
I alt opdeltede adm.omk.	3.152	0
<b>I alt adm.omkostninger</b>		<b>3.152</b>

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetægelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljeradgivning/-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**

Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	115
<b>I alt skat</b>	<b>115</b>

**NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE** **2014**

	Antal andele i 1.000 DKK
Emissioner i året	1.355.277
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	4.235
Overførsel af periodens resultat	13.713
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>1.373.226</b>

**SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN** **2014**

Finansielle instrumenter i pct.	
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,1
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>97,1</b>
Øvrige aktiver og passiver	2,9
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>

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.

# GEM, OSUUSLAJI EUR W

Andelsklasse under GEM – 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, der handles på markedspladser i emerging markets-lande, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i emerging markets-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, 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 risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 6 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

## Afkast og benchmark

Andelsklassen gav siden sin opstart den 28. oktober 2014 og året ud et afkast på 2,15 pct, mens benchmark steg 1,79 pct. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark.

## Markedet

Aktierne på de nye markeder genererede et mindre, positivt afkast i perioden. Afkastene var lavere end på de udviklede markeder, om end der var store forskelle i afkastene fra de enkelte markeder.

Rusland var det svageste marked, idet bekymringer om fortsatte kursfald især tyngede rublen, ikke mindst efter OPEC's overraskende beslutning om ikke at sænke sit produktionsloft. Den renteforhøjelse, som den russiske centralbank blev tvunget til at foretage i december, kunne ikke bremse rublens fald.

Effekten af den faldende oliepris blev i nogen grad opvejet af den kinesiske centralbanks rentesænkning, som løftede stemningen på markedet, samt forventninger om yderligere stimuli for at understøtte kinesisk økonomi.

## Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,36 procentpoint lavere end stigningen i benchmark. Andelsklassens undervægt inden for energi og materialer bidrog kraftigt til resultatet, da faldende råvarepriser fik sektoren til at klare sig dårligere end det brede marked. Vores undervægt af Rusland bidrog ligeledes til det relative afkast, og det samme gjaldt vores aktievalg i Brasilien takket være fravalget af råvareaktier. Det kinesiske livsforsikringsselskab Ping An Insurance bidrog til det relative afkast, da aktiekursen steg som følge af den uventede rentesænkning i Kina.

## ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Oktober 2014

Risikoindeksator [1-7]: 6

Benchmark: MSCI Emerging Markets inkl. nettoudbytter

Fondskode: DK0060576320

Porteføljerådgiver: William Blair & Company, LLC

## LANDEFORDELING

Kina	19,1%
Syd Afrika	12,5%
Sydkorea	10,6%
Brasilien	9,1%
Indien	7,8%
Øvrige inkl. likvide	40,9%

## NØGLETAL

Active share 80,86

## GEM, OSUUSLAJI EUR W

Andelsklasse under GEM – Akkumulerende KL

Til trods for store positive bidrag fra Ping An Insurance, Huaneng Power og China Merchants Bank trak det overordnede aktievalg i Kina ned i det relative afkast, primært som følge af undervægten af finansaktier i Kina. Derudover klarede andelsklassens eneste positioner i råvarer, sydafrikanske Sasol og mexicanske Cemex, sig dårligere end den brede sektor, hvilket opvejede noget af fordelene ved at være undervægtet i sektoren.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Usikkerhed om tidspunktet for og omfanget af den amerikanske centralbanks (Fed) pengepolitiske stramninger kan medføre øgede udsving og potentielle risici for de nye markeder, særligt for de lande, der i øjeblikket kæmper med store underskud på betalingsbalancen.

I Kina kan hastigheden af den igangværende gældsnedbringelse og reformproces føre til en kraftig opbremsning i den økonomiske vækst, hvilket kan få indvirkning på efterspørgslen efter og priserne på råvarer. Således indebærer Kinas økonomiske omstruktureringer følgerisici for de nye markeder og resten af verden.

Andelsklassen har en væsentlig undervægt inden for energi og materialer, hvilket kan få negativ indvirkning på resultatet, hvis kurserne på råvareaktier skyder kraftigt og uventet i vejret. Andelsklassens største overvægt er i Indien. Den fortsatte bedring i Indiens økonomiske betingelser og deraf følgende stigninger i selskabernes indtjening bliver afgørende for at kunne fastholde et positivt 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.

USA og Europa ventes at nyde godt af en mindre stram finanspolitik, mens udskydelsen af afgiftsforhøjelsen i Japan bør få en positiv effekt. De nye markeder bør nyde godt af lavere råvarepriser, stabil efterspørgsel på de udviklede markeder og indenlandske reformtiltag.

Tendensen til mindre inflation fra 2014 ventes at fortsætte, da vi forventer, at globalisering, strukturreformer og teknologiske forandringer vil føre til lavere priser. De nye markeder vil fortsat spille en vigtig rolle for investorerne, men det bliver væsentligt for landene, sektorerne og selskaberne at kunne differentiere sig for at opnå succes. Vi mener, at de nye markeder mere end nogensinde før er en uensartet gruppe lande med yderst forskellige muligheder for økonomisk vækst. Som følge af omstruktureringstiltag er mange af de nye markeder i dag bedre i stand til at styre deres økonomiske udvikling. Den indsats, som landene lægger i reformtiltagene, vil efter vores vurdering i vid udstrækning være afgørende for deres fortsatte økonomiske udvikling.

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.



# GEM, OSUUSLAJI EUR W

Andelsklasse under GEM – 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.)*	-	-	-	-	2,15
Benchmarkafkast i EUR (pct.)*	-	-	-	-	1,79
Indre værdi (EUR pr. andel)	-	-	-	-	10,22
Nettoresultat (t. DKK)*	-	-	-	-	÷76
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	1,54
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	-	52.318
Antal andele	-	-	-	-	687.805
Stykstørrelse i EUR	-	-	-	-	10

\* 2014 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	28.10.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	37
Klassespecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	113
<b>Klassens resultat</b>	<b>÷76</b>
Finansielle instrumenter i pct	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>
Medlemmernes formue	2014
Formueværdi i 1.000 DKK	
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i året	52.294
Indløsninger i året	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	100
Overførsel af periodens resultat	÷76
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>52.318</b>
Antal andele	
Andele primo året	0
Emissioner i året	687.805
Indløsninger i året	0
<b>Andele ultimo året</b>	<b>687.805</b>

## GEM – AKKUMULERENDE, KLASSE DKK W

Andelsklasse under GEM – 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](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i aktier, der handles på markedspladser i emerging markets-lande, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i emerging markets-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, 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 risikoindekatoren er andelsklassen placeret i kategori 6 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav siden sin opstart den 28. oktober 2014 og året ud et afkast på 2,32 pct., mens benchmark steg 1,82 pct. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark.

### Markedet

Aktierne på de nye markeder genererede et mindre, positivt afkast i perioden. Afkastene var lavere end på de udviklede markeder, om end der var store forskelle i afkastene fra de enkelte markeder.

Rusland var det svageste marked, idet bekymringer om fortsatte kursfald især tyngede rublen, ikke mindst efter OPEC's overraskende beslutning om ikke at sænke sit produktionsloft. Den renteforhøjelse, som den russiske centralbank blev tvunget til at foretage i december, kunne ikke bremse rublens fald.

Effekten af den faldende oliepris blev i nogen grad opvejet af den kinesiske centralbanks rentesænkning, som løftede stemningen på markedet, samt forventninger om yderligere stimuli for at understøtte kinesisk økonomi.

### Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,50 procentpoint højere end stigningen i benchmark. Andelsklassens undervægt inden for energi og materialer bidrog kraftigt til resultatet, da faldende råvarepriser fik sektoren til at klare sig dårligere end det brede marked. Vores undervægt af Rusland bidrog ligeledes til det relative afkast, og det samme gjaldt vores aktievalg i Brasilien takket være fravalget af råvareaktier. Det kinesiske livsforsikringsselskab Ping An Insurance bidrog til det relative afkast, da aktiekursen steg som følge af den uventede rentesænkning i Kina.

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Oktober 2014

Risikoindekator [1-7]: 6

Benchmark: MSCI Emerging Markets inkl. nettoudbytter

Fondskode: DK0060576403

Porteføljerådgiver: William Blair & Company, LLC

### LANDEFORDELING

Kina	19,1%
Syd Afrika	12,5%
Sydkorea	10,6%
Brasilien	9,1%
Indien	7,8%
Øvrige inkl. likvide	40,9%

### NØGLETAL

Active share 80,86

## GEM – AKKUMULERENDE, KLASSE DKK W

Andelsklasse under GEM – Akkumulerende KL

Til trods for store positive bidrag fra Ping An Insurance, Huaneng Power og China Merchants Bank trak det overordnede aktievalg i Kina ned i det relative afkast, primært som følge af undervægten af finansaktier i Kina. Derudover klarede andelsklassens eneste positioner i råvarer, sydafrikanske Sasol og mexicanske Cemex, sig dårligere end den brede sektor, hvilket opvejede noget af fordelene ved at være undervægtet i sektoren.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Usikkerhed om tidspunktet for og omfanget af den amerikanske centralbanks (Fed) pengepolitiske stramninger kan medføre øgede udsving og potentielle risici for de nye markeder, særligt for de lande, der i øjeblikket kæmper med store underskud på betalingsbalancen.

I Kina kan hastigheden af den igangværende gældsnedbringelse og reformproces føre til en kraftig opbremsning i den økonomiske vækst, hvilket kan få indvirkning på efterspørgslen efter og priserne på råvarer. Således indebærer Kinas økonomiske omstruktureringer følgerisici for de nye markeder og resten af verden.

Andelsklassen har en væsentlig undervægt inden for energi og materialer, hvilket kan få negativ indvirkning på resultatet, hvis kurserne på råvareaktier skyder kraftigt og uventet i vejret. Andelsklassens største overvægt er i Indien. Den fortsatte bedring i Indiens økonomiske betingelser og deraf følgende stigninger i selskabernes indtjening bliver afgørende for at kunne fastholde et positivt 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.

USA og Europa ventes at nyde godt af en mindre stram finanspolitik, mens udskydelsen af afgiftsforhøjelsen i Japan bør få en positiv effekt. De nye markeder bør nyde godt af lavere råvarepriser, stabil efterspørgsel på de udviklede markeder og indenlandske reformtiltag.

Tendensen til mindre inflation fra 2014 ventes at fortsætte, da vi forventer, at globalisering, strukturreformer og teknologiske forandringer vil føre til lavere priser. De nye markeder vil fortsat spille en vigtig rolle for investorerne, men det bliver væsentligt for landene, sektorerne og selskaberne at kunne differentiere sig for at opnå succes. Vi mener, at de nye markeder mere end nogensinde før er en uensartet gruppe lande med yderst forskellige muligheder for økonomisk vækst. Som følge af omstruktureringstiltag er mange af de nye markeder i dag bedre i stand til at styre deres økonomiske udvikling. Den indsats, som landene lægger i reformtiltagene, vil efter vores vurdering i vid udstrækning være afgørende for deres fortsatte økonomiske udvikling.

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.

# GEM – AKKUMULERENDE, KLASSE DKK W

Andelsklasse under GEM – Akkumulerende KL

## NOTER VEDRØRENDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE FOR KLASSEN

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

NØGLETAL	-	-	-	-	2014
Afkast (pct.)*	-	-	-	-	2,32
Benchmarkafkast (pct.)*	-	-	-	-	1,82
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	-	102,32
Nettoresultat (t. DKK)*	-	-	-	-	13.789
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	1,54
ÅOP	-	-	-	-	1,99
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	-	1.320.908
Antal andele	-	-	-	-	12.909.053
Styktørrelse i DKK	-	-	-	-	100

\* 2014 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	28.10.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	16.828
Klassespecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	3.039
<b>Klassens resultat</b>	<b>13.789</b>
Finansielle instrumenter i pct	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>
Medlemmernes formue	2014
Formueværdi i 1.000 DKK	
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i året	1.302.983
Indløsninger i året	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	4.135
Overførsel af periodens resultat	13.789
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>1.320.908</b>
Antal andele	
Andele primo året	0
Emissioner i året	12.909.053
Indløsninger i året	0
<b>Andele ultimo året</b>	<b>12.909.053</b>

## GLOBAL

Investerer globalt i 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](http://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 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 17,90 pct., mens benchmark steg 18,39 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 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 0,49 procent point lavere end stigningen i det globale aktiemarked. Sektorfordelingen bidrog samlet set positivt til afdelingens relative afkast. Afdelingens betydelige investeringer indenfor sundhedssektoren og begrænsede investeringer indenfor energisektoren bidrog især positivt. Modsat bidrog især vores begrænsede investeringer indenfor forsyningssektoren, samt vores investeringer indenfor materialesektoren negativt..

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 SAP, der udvikler softwareløsninger til virksomheder, der bidrog negativt.

Modsat var afdelingens investeringer i den amerikanske udbyder af sundhedsforsikringer UnitedHealth, det amerikanske selskab L Brands, der bl.a. står bag Victoria's Secret, samt den amerikanske »off-price retailer« TJX, 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: Maj 1999
Risikoindeksator [1-7]: 5
Benchmark: MSCI AC World inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0060244408
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

#### LANDEFORDELING

USA	53,1%
Danmark	16,1%
Japan	8,3%
Storbritannien	7,3%
Tyskland	7,2%
Øvrige inkl. likvide	8,0%

#### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,34
Standardafvigelse	8,55
Tracking error	3,78
Information Ratio	-0,01
Sharpe Ratio (benchm.)	1,29
Standardafvigelse (benchm.)	8,91
Active share	92,05

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

## GLOBAL



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 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 og stabilt forbrug, og begrænsede investeringer i selskaber indenfor energi og industri. Vi har valgt at investere i nye markeder igennem Danske Invest Fjernøsten og Danske Invest Nye Markeder Small Cap, for at sprede den øgede corporate governance-risiko og den politiske risiko, som man løber, når man investerer i regionen.

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

## RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>		
1 Renteindtægter	2	÷5
2 Udbytter	6.765	8.400
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>6.767</b>	<b>8.395</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab:</b>		
Kapitalandele	34.886	25.092
Valutakonti	436	444
Øvrige aktiver/passiver	11	÷4
4 Handelsomkostninger	÷127	÷62
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>35.206</b>	<b>25.469</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>41.974</b>	<b>33.865</b>
5 Administrationsomkostninger	3.304	4.228
<b>Resultat før skat</b>	<b>38.669</b>	<b>29.637</b>
6 Skat	471	59
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>38.198</b>	<b>29.577</b>
<b>Formuebevægelser:</b>		
Udlodningsregulering	÷750	60.317
Overført fra sidste år	÷122.806	652
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>÷123.556</b>	<b>60.969</b>
<b>Til disposition</b>	<b>÷85.358</b>	<b>90.547</b>
7 Til rådighed for udlodning	÷107.787	÷122.806
Overført til udlodning næste år	÷107.787	÷122.806
<b>Overført til formuen</b>	<b>22.430</b>	<b>213.353</b>

## BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler:</b>		
Indestående i depotselskab	11.684	4.871
<b>I alt likvide midler</b>	<b>11.684</b>	<b>4.871</b>
<b>Kapitalandele:</b>		
Not. aktier fra DK selskaber	6.628	6.555
Not. aktier fra udl. selskaber	208.802	176.260
Inv-beviser i andre danske inv- og specialforeninger	21.802	22.318
<b>I alt kapitalandele</b>	<b>237.231</b>	<b>205.133</b>
<b>Andre aktiver:</b>		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	208	139
Andre tilgodehavender	88	60
Aktuelle skatteaktiver	607	553
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>903</b>	<b>751</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>249.818</b>	<b>210.756</b>
<b>PASSIVER</b>		
8 Medlemmernes formue	249.658	209.969
<b>Anden gæld:</b>		
Skyldige omkostninger	160	786
<b>I alt anden gæld</b>	<b>160</b>	<b>786</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>249.818</b>	<b>210.756</b>

## NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	23,66	÷5,33	17,93	12,32	17,90
Benchmarkafkast (pct.)	20,05	÷4,50	14,79	17,49	18,39
Indre værdi (DKK pr. andel)	84,50	77,73	90,61	99,42	117,22
Nettoresultat (t.DKK)	14.793	÷10.223	25.558	29.577	38.198
Udbytte (DKK pr. andel)	2,25	1,00	2,25	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,54	1,45	1,47	1,52	1,50
ÅOP	1,81	1,75	1,75	1,80	1,81
Omsætningshastighed (antal gange)	0,06	0,12	0,11	0,12	0,18
Medlemmernes formue (t.DKK)	117.615	105.060	276.609	209.969	249.658
Antal andele	1.391.821	1.351.530	3.052.845	2.111.890	2.129.756
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

## GLOBAL

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	±5
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>2</b>	<b>±5</b>

NOTE 2: UDBYTTET I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	115	0
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	4.963	5.453
Inv-beviser i andre danske inv- og specialforeninger	1.687	2.947
<b>I alt udbyttet</b>	<b>6.765</b>	<b>8.400</b>

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	1.816	462
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	31.343	25.395
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	1.727	±765
Vælutakonti	436	444
Øvrige aktiver/passiver	11	±4
Handelsomkostninger	±127	±62
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>35.206</b>	<b>25.469</b>

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	±226	±207
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	99	145
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>±127</b>	<b>±62</b>

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	1
Andre honorarer til revisorer	1	0	53	1
Markedsføringsomkostninger	0	0	1.037	53
Gebyrer til depotselskab	0	0	179	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	825	4
Øvrige omkostninger	27	6	20	42
Managementhonorar	2.986	0	1.954	0
Fast administrationshonorar	284	0	58	0
I alt opdelte adm.omk.	3.298	6	4.125	102
<b>I alt adm.omkostninger</b>	<b>3.304</b>	<b>3.304</b>	<b>4.228</b>	<b>4.228</b>

I administrationsomkostningerne indgår t.DKK 342 fra »Kursregulering af investeringsbeviser«. 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 af tale 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	471	59
<b>I alt skat</b>	<b>471</b>	<b>59</b>

NOTE 7: TIL RÅDGIGHED FOR UDLODNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbyttet	6.767	8.395
Ikke refunderbar udbytteskat	±471	±59
Regulering vedr. udbytteskat m.v.	±47	±215
Kursgevinst til udlodning	9.506	19.890
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	3.304	4.228
Overført fra Kursregulering af investeringsbeviser	342	602
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	±750	60.317
Fremførbare tab fra sidste år	0	±211.112
Udlodning overført fra sidste år	±122.806	652
<b>I alt til rådighed for udlodning, brutto</b>	<b>±110.764</b>	<b>±125.757</b>

Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	±2.976	±2.951
<b>I alt til rådighed for udlodning, netto</b>	<b>±107.787</b>	<b>±122.806</b>

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	2.111.890	209.969	3.052.845	276.609
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		0		±6.869
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		0		483
Emissioner i året	297.008	30.407	350.937	33.867
Indløsninger i året	±279.142	±28.989	±1.291.892	±123.947
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		73		249
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		750		±60.317
Overført til udlodning fra sidste år		122.806		±652
Overført til udlodning næste år		±107.787		±122.806
Overførsel af periodens resultat		22.430		213.353
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>2.129.756</b>	<b>249.658</b>	<b>2.111.890</b>	<b>209.969</b>

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
<b>Finansielle instrumenter i pct.</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	95,0	97,7
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>95,0</b>	<b>97,7</b>
Øvrige aktiver og passiver	5,0	2,3
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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.



## GLOBAL EQUITY SOLUTION

Investerer globalt i 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](http://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 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 12,93 pct., mens det globale marked steg 18,39 pct. Afdelingens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til det sammenlignelige marked 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 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 5,46 procentpoint lavere end stigningen i det globale aktiemarked, men 6,29 procentpoint højere end stigningen i det europæiske marked.

Amerikanske aktier under et gav det højeste afkast i 2014 hjulpet godt på vej af en stærkere dollar. Europæiske aktier steg mindst. En signifikant vægt af amerikanske aktier i porteføljen i andet halvår 2014 sikrede, at afdelingen gav et højere afkast end det europæiske aktiemarked. Vores investering i olieservice-selskaber gav et negativt afkast og trak således ned i årets 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 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

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Januar 2011
Risikoindeksator [1-7]: 5
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060209682
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### LANDEFORDELING

USA	49,6%
Japan	12,9%
Tyskland	10,1%
Frankrig	6,2%
Storbritannien	4,8%
Øvrige inkl. likvide	16,4%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,75
Standardafvigelse	11,08

## GLOBAL EQUITY SOLUTION

Afdelingen har ved årets udgang store investeringer i Japan og i cykliske aktier i Europa. De største risici i 2015 ved nuværende eksponering, er derfor i hvilket omfang reformerne i Japan kan holde landet fri af deflation, samt ændre i virksomhedernes måde at drive forretning på. Udviklingen i den europæiske økonomi, herunder de europæiske virksomheders evne til at forbedre deres marginer er ligeledes en markant risici.

### 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 søger at skabe værdi gennem eksponering til de mest interessante segmenter af aktiemarkedet.

Ved årets udgang er afdelingen fordelt med 20 procent i Global StockPicking, 23 procent i det amerikanske aktiemarked, 10 procent i amerikanske kvalitetsaktier, 10 procent i amerikanske it-aktier, 12 procent i eurozonen, 15 procent i cykliske selskaber i Europa og 10 procent i japanske aktier.

Vi forventer, at væksten i Europa er ved at nå bunden og svage tegn på dette er begyndt at vise sig i nøgletallene. En acceleration i væksten skal drives dels af en mere lempelig pengepolitik fra Den Europæiske Centralbank, og dels den svagere euro og billigere olie, som begge er et plus for den europæiske økonomi.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier eller segmenter af aktiemarkedet. For 2015 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast på niveau med markedet. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end markedet – 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 EQUITY SOLUTION

## RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>		
1 Renteindtægter	179	91
2 Renteudgifter	4	0
3 Udbytter	178.150	75.590
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>178.326</b>	<b>75.681</b>
<b>Kursgevinster og -tab:</b>		
4 Kapitalandele	527.074	403.692
Valutakonti	36.850	9.032
Øvrige aktiver/passiver	128	15
5 Handelsomkostninger	÷8.502	÷5.366
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>555.549</b>	<b>407.372</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>733.875</b>	<b>483.053</b>
6 Administrationsomkostninger	76.434	51.825
<b>Resultat før skat</b>	<b>657.441</b>	<b>431.228</b>
7 Skat	12.492	6.457
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>644.949</b>	<b>424.771</b>
<b>Formuebevægelser:</b>		
Udlodningsregulering	27.020	÷246
Overført fra sidste år	÷60.082	2.844
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>÷33.062</b>	<b>2.597</b>
<b>Til disposition</b>	<b>611.886</b>	<b>427.368</b>
8 Til rådighed for udlodning	567.056	÷60.082
Foreslået udlodning	566.421	0
Overført til udlodning næste år	635	÷60.082
<b>Overført til formuen</b>	<b>44.831</b>	<b>487.450</b>

## BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler:</b>		
Indestående i depotselskab	58.837	137.318
<b>I alt likvide midler</b>	<b>58.837</b>	<b>137.318</b>
<b>Kapitalandele:</b>		
Not. aktier fra DK selskaber	54.169	240.439
Not. aktier fra udl. selskaber	5.701.945	4.559.622
<b>I alt kapitalandele</b>	<b>5.756.114</b>	<b>4.800.061</b>
<b>Andre aktiver:</b>		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	3.420	1.369
Mellemvær. vedr. handelsaf v.	942	9.576
Aktuelle skatteaktiver	10.012	4.151
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>14.374</b>	<b>15.096</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>5.829.324</b>	<b>4.952.475</b>
<b>PASSIVER</b>		
9 Medlemmernes formue	5.814.766	4.935.803
<b>Anden gæld:</b>		
Skyldige omkostninger	4.581	16.672
Mellemvær. vedr. handelsaf v.	9.977	0
<b>I alt anden gæld</b>	<b>14.559</b>	<b>16.672</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>5.829.324</b>	<b>4.952.475</b>

## NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)*	-	÷10,57	21,49	13,14	12,93
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	89,43	106,70	119,08	134,48
Nettoresultat (t.DKK)*	-	÷81.969	433.286	424.771	644.949
Udbytte (DKK pr. andel)	-	1,75	1,50	0,00	13,10
Administrationsomkostninger (pct.)	-	1,44	1,45	1,48	0,99
ÅOP	-	2,09	2,03	1,90	1,92
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	2,38	1,42	0,62	1,15
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	1.225.564	3.372.374	4.935.803	5.814.766
Antal andele	-	13.704.734	31.605.837	41.449.139	43.238.235
Stykstørrelse i DKK	-	100	100	100	100

\* 2011 dækker en periode på mindre end 12 måneder

## GLOBAL EQUITY SOLUTION

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	179	91
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>179</b>	<b>91</b>

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2014	2013
Andre renteudgifter	4	0
<b>I alt renteudgifter</b>	<b>4</b>	<b>0</b>

NOTE 3: UDBYTTER I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	2.862	794
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	175.288	74.795
<b>I alt udbytter</b>	<b>178.150</b>	<b>75.590</b>

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	47.336	24.492
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	479.738	379.200
Valutakonti	36.850	9.032
Øvrige aktiver/passiver	128	15
Handelsomkostninger	+8.502	+5.366
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>555.549</b>	<b>407.372</b>

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷ 12.193	÷ 10.071
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	3.691	4.705
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>+8.502</b>	<b>+5.366</b>

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	24
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	21
Andre honorarer til revisorer	36	0	49	14
Markedsføringsomkostninger	0	0	10.601	814
Gebyrer til depotselskab	0	0	1.692	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	8.495	62
Øvrige omkostninger	521	172	349	225
Managementhonorar	69.146	0	28.950	0
Fast administrationshonorar	6.559	0	530	0
I alt opdelte adm.omk.	76.262	172	50.666	1.160
<b>I alt adm.omkostninger</b>	<b>76.434</b>	<b>76.434</b>	<b>51.825</b>	<b>51.825</b>

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 7: SKAT I 1.000 DKK	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	12.492	6.457
<b>I alt skat</b>	<b>12.492</b>	<b>6.457</b>

NOTE 8: TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	178.326	75.681
Ikke refunderbar udbytteskat	+ 12.492	+ 6.457
Regulering vedr. udbytteskat m.v.	+ 5.797	+ 2.594
Kursgevinst til udlodning	516.515	224.602
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	76.434	51.825
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	27.020	÷ 246
Fremførbare tab fra sidste år	0	+ 373.441
Udlodning overført fra sidste år	+ 60.082	2.844
<b>I alt til rådighed for udlodning, brutto</b>	<b>567.056</b>	<b>+ 131.437</b>

Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	0	+ 71.355
<b>I alt til rådighed for udlodning, netto</b>	<b>567.056</b>	<b>+ 60.082</b>

NOTE 9: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	41.449.139	4.935.803	31.605.837	3.372.374
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		0		÷ 47.409
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		0		12.573
Emissioner i året	21.316.080	2.673.676	21.837.061	2.490.194
Indløsninger i året	÷ 19.526.984	+ 2.449.647	÷ 11.993.759	÷ 1.322.312
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		9.986		5.612
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		÷ 27.020		246
Overført til udlodning fra sidste år		60.082		+ 2.844
Overført til udlodning næste år		635		+ 60.082
Foreslået udlodning		566.421		0
Overførsel af periodens resultat		44.831		487.450
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>43.238.235</b>	<b>5.814.766</b>	<b>41.449.139</b>	<b>4.935.803</b>

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
<b>Finansielle instrumenter i pct.</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,0	97,2
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>99,0</b>	<b>97,2</b>
Øvrige aktiver og passiver	1,0	2,8
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

## Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
Danske Bank	5.837	66.609

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 EQUITY SOLUTION – AKKUMULERENDE KL

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

Afdelingen udbydes i tre andelsklasser:

- Global Equity Solution, klass SEK W
- Global Equity Solution, klasse NOK W
- Global Equity Solution – Akkumulerende, klasse DKK 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.

## GLOBAL EQUITY SOLUTION – AKKUMULERENDE KL

## RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	12.9.-31.12.2013 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>		
1 Renteindtægter	58	3
2 Renteudgifter	0	6
3 Udbytter	27.506	413
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>27.563</b>	<b>409</b>
<b>Kursgevinster og -tab:</b>		
Kapitalandele	127.530	9.093
Valutakonti	7.222	588
Øvrige aktiver/passiver	26	2
5 Handelsomkostninger	÷ 1.531	÷ 141
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>133.247</b>	<b>9.542</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>160.810</b>	<b>9.951</b>
6 Administrationsomkostninger	12.985	887
<b>Resultat før skat</b>	<b>147.825</b>	<b>9.063</b>
7 Skat	2.253	24
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>145.572</b>	<b>9.039</b>
<b>Overført til formuen</b>	<b>145.572</b>	<b>9.039</b>

## BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler:</b>		
Indestående i depotselskab	39.564	2.062
<b>I alt likvide midler</b>	<b>39.564</b>	<b>2.062</b>
<b>Kapitalandele:</b>		
Not. aktier fra DK selskaber	18.394	16.210
Not. aktier fra udl. selskaber	1.937.085	307.853
<b>I alt kapitalandele</b>	<b>1.955.480</b>	<b>324.063</b>
<b>Andre aktiver:</b>		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	1.145	59
Mellemvær. vedr. handelsaf.v.	1.823	15.029
Aktuelle skatteaktiver	753	0
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>3.720</b>	<b>15.088</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.998.763</b>	<b>341.213</b>
<b>PASSIVER</b>		
8 Medlemmernes formue	1.995.363	340.324
<b>Anden gæld:</b>		
Skyldige omkostninger	1.730	889
Mellemvær. vedr. handelsaf.v.	1.670	0
<b>I alt anden gæld</b>	<b>3.400</b>	<b>889</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>1.998.763</b>	<b>341.213</b>

## NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	-	-	-	2013	2014
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	9.039	145.572
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	0,26	0,93
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	340.324	1.995.363

\* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

## GLOBAL EQUITY SOLUTION – 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	58	3
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>58</b>	<b>3</b>

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2014	2013
Andre renteudgifter	0	6
<b>I alt renteudgifter</b>	<b>0</b>	<b>6</b>

NOTE 3: UDBYTTET I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	292	0
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	27.213	413
<b>I alt udbytter</b>	<b>27.506</b>	<b>413</b>

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	4.859	716
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	122.672	8.378
Valutakonti	7.222	588
Øvrige aktiver/passiver	26	2
Handelsomkostninger	÷1.531	÷141
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>133.247</b>	<b>9.542</b>

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷3.488	÷902
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	1.957	761
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>÷1.531</b>	<b>÷141</b>

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Markedsføringsomkostninger	0	0	0	14
Gebyrer til depotselskab	0	0	33	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	0	1
Øvrige omkostninger	42	13	50	7
Managementhonorar	11.758	0	782	0
Fast administrationshonorar	1.171	0	0	0
<b>I alt opdelte adm.omk.</b>	<b>12.971</b>	<b>13</b>	<b>865</b>	<b>23</b>
<b>I alt adm.omkostninger</b>		<b>12.985</b>		<b>887</b>

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	2.253	24
<b>I alt skat</b>	<b>2.253</b>	<b>24</b>

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo		340.324		0
Emissioner i året		1.766.685		368.441
Indløsninger i året		+261.159		+37.282
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		3.941		125
Overførsel af periodens resultat		145.572		9.039
<b>I alt medlemmernes formue</b>		<b>1.995.363</b>		<b>340.324</b>

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
<b>Finansielle instrumenter i pct.</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,0	95,2
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>98,0</b>	<b>95,2</b>
Øvrige aktiver og passiver	2,0	4,8
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

## Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
Danske Bank	1.974	4.477

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 EQUITY SOLUTION, KLASS SEK W

Andelsklasse under Global Equity Solution – 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, 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 20,39 pct. målt i SEK, mens det globale marked steg 26,97 pct. Andelsklassens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til det sammenlignelige marked 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 gav et afkast på 26,97 pct. målt i SEK, 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 opnåede alle positive afkast, men lå alligevel under afkastet for de globale aktiemarkeder.

## Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast i 2014 var 6,58 procentpoint lavere end stigningen i det globale aktiemarked, men 6,03 procentpoint højere end stigningen i det europæiske marked.

Amerikanske aktier under et gav det højeste afkast i 2014 hjulpet godt på vej af en stærkere dollar. Europæiske aktier steg mindst. En signifikant vægt af amerikanske aktier i porteføljen i andet halvår 2014 sikrede, at andelsklassen gav et højere afkast end det europæiske aktiemarked.

Vores investering i olieservice-selskaber gav et negativt afkast og trak således ned i årets 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 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 ved årets udgang store investeringer i Japan og i cykliske aktier i Europa. De største risici i 2015 ved nuværende eksponering, er derfor i hvilket omfang reformerne i Japan kan holde landet fri af deflation, samt ændre i virksomhedernes måde at drive forretning på. Udviklingen i den europæiske økonomi, herunder de europæiske virksomheders evne til at forbedre deres marginer er ligeledes en markant risici.

## ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: September 2013
Risikoindeksator [1-7]: 5
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060507788
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

## LANDEFORDELING

USA	49,2%
Japan	12,7%
Tyskland	9,9%
Frankrig	6,1%
Storbritannien	4,9%
Øvrige inkl. likvide	17,2%



## GLOBAL EQUITY SOLUTION, KLASS SEK W

Andelsklasse under Global Equity Solution - Akkumulerende KL

### 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.

Andelsklassen søger at skabe værdi gennem eksponering til de mest interessante segmenter af aktiemarkedet. Ved årets udgang er andelsklassen fordelt på segmenter med 20 procent i Global StockPicking, 23 procent i det generelle amerikanske aktiemarked, 10 procent i amerikanske kvalitetsaktier, 10 procent i amerikanske it-aktier, 12 procent i eurozonen, 15 procent i cykliske selskaber i Europa og 10 procent i japanske aktier.

Vi forventer, at væksten i Europa er ved at nå bunden og svage tegn på dette er begyndt at vise sig i nøgletallene. En acceleration i væksten skal drives dels af en mere lempelig pengepolitik fra Den Europæiske Centralbank, og dels af den svagere euro og billigere olie, som begge er et plus for den europæiske økonomi.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier eller segmenter af aktiemarkedet. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast på niveau med markedet. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end markedet – 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 EQUITY SOLUTION, KLASS SEK W

Andelsklasse under Global Equity Solution - 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.)*	-	-	-	3,83	20,39
Indre værdi (SEK pr. andel)	-	-	-	103,83	125,00
Nettoresultat (t. DKK)*	-	-	-	1.088	36.970
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	1,48	1,49
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	48.143	490.919
Antal andele	-	-	-	550.042	4.996.148
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	12.9.-31.12.2013
Andel af resultat af fællesporteføljen	38.958	1.312
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	1.988	224
<b>Klassens resultat</b>	<b>36.970</b>	<b>1.088</b>
Finansielle instrumenter i pct	2014	2013
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Medlemmernes formue	2014	2013
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	48.143	0
Emissioner i året	404.979	47.138
Indløsninger i året	0	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	827	÷83
Overførsel af periodens resultat	36.970	1.088
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>490.919</b>	<b>48.143</b>
Antal andele		
Andele primo året	550.042	0
Emissioner i året	4.446.106	550.042
Indløsninger i året	0	0
<b>Andele ultimo året</b>	<b>4.996.148</b>	<b>550.042</b>

## GLOBAL EQUITY SOLUTION, KLASSE NOK W

Andelsklasse under Global Equity Solution - 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, 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 22,00 pct. målt i NOK, mens det globale marked steg 28,72 pct. Andelsklassens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til det sammenlignelige marked 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 gav et afkast på 28,72 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 opnåede alle positive afkast, men lå alligevel under afkastet for de globale aktiemarkeder.

### Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast i 2014 var 6,72 procentpoint lavere end stigningen i det globale aktiemarked, men 6,06 procentpoint højere end stigningen i det europæiske marked.

Amerikanske aktier under et gav det højeste afkast i 2014 hjulpet godt på vej af en stærkere dollar. Europæiske aktier steg mindst. En signifikant vægt af amerikanske aktier i porteføljen i andet halvår 2014 sikrede, at andelsklassen gav et højere afkast end det europæiske aktiemarked.

Vores investering i olieservice-selskaber gav et negativt afkast og trak således ned i årets 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 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 ved årets udgang store investeringer i Japan og i cykliske aktier i Europa. De største risici i 2015 ved nuværende eksponering, er derfor i hvilket omfang reformerne i Japan kan holde landet fri af deflation, samt ændre i virksomhedernes måde at drive forretning på. Udviklingen i den europæiske økonomi, herunder de europæiske virksomheders evne til at forbedre deres marginer er ligeledes en markant risici.

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: September 2013
Risikoindeksator [1-7]: 5
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060507515
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### LANDEFORDELING

USA	49,2%
Japan	12,7%
Tyskland	9,9%
Frankrig	6,1%
Storbritannien	4,9%
Øvrige inkl. likvide	17,2%

## GLOBAL EQUITY SOLUTION, KLASSE NOK W

Andelsklasse under Global Equity Solution - Akkumulerende KL

### 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.

Andelsklassen søger at skabe værdi gennem eksponering til de mest interessante segmenter af aktiemarkedet. Ved årets udgang er andelsklassen fordelt på segmenter med 20 procent i Global StockPicking, 23 procent i det generelle amerikanske aktiemarked, 10 procent i amerikanske kvalitetsaktier, 10 procent i amerikanske it-aktier, 12 procent i eurozonen, 15 procent i cykliske selskaber i Europa og 10 procent i japanske aktier.

Vi forventer, at væksten i Europa er ved at nå bunden og svage tegn på dette er begyndt at vise sig i nøgletallene. En acceleration i væksten skal drives dels af en mere lempelig pengepolitik fra Den Europæiske Centralbank, og dels af den svagere euro og billigere olie, som begge er et plus for den europæiske økonomi.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier eller segmenter af aktiemarkedet. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast på niveau med markedet. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end markedet – 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 EQUITY SOLUTION, KLASSE NOK W

Andelsklasse under Global Equity Solution - 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.)*	-	-	-	8,64	22,00
Indre værdi (NOK pr. andel)	-	-	-	108,64	132,54
Nettoresultat (t. DKK)*	-	-	-	591	21.060
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	1,48	1,50
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	27.042	273.639
Antal andele	-	-	-	278.926	2.515.459
Styktørrelse i NOK	-	-	-	100	100

\* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014	12.9.-31.12.2013
Andel af resultat af fællesporteføljen	22.978	709
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	1.918	118
<b>Klassens resultat</b>	<b>21.060</b>	<b>591</b>
Finansielle instrumenter i pct	2014	2013
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Medlemmernes formue	2014	2013
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	27.042	0
Emissioner i året	259.719	26.478
Indløsninger i året	+34.783	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	601	+27
Overførsel af periodens resultat	21.060	591
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>273.639</b>	<b>27.042</b>
Antal andele		
Andele primo året	278.926	0
Emissioner i året	2.579.854	278.926
Indløsninger i året	+343.321	0
<b>Andele ultimo året</b>	<b>2.515.459</b>	<b>278.926</b>

# GLOBAL EQUITY SOLUTION – AKK., KLASSE DKK W

Andelsklasse under Global Equity Solution – 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, 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 13,40 pct., mens det globale marked steg 18,39 pct. Andelsklassens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til det sammenlignelige marked 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 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 4,99 procentpoint lavere end stigningen i det globale aktiemarked, men 6,76 procentpoint højere end stigningen i det europæiske marked.

Amerikanske aktier under et gav det højeste afkast i 2014 hjulpet godt på vej af en stærkere dollar. Europæiske aktier steg mindst. En signifikant vægt af amerikanske aktier i porteføljen i andet halvår 2014 sikrede, at andelsklassen gav et højere afkast end det europæiske aktiemarked.

Vores investering i olieservice-selskaber gav et negativt afkast, og trak således ned i årets 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 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 ved årets udgang store investeringer i Japan og i cykliske aktier i Europa. De største risici i 2015 ved nuværende eksponering, er derfor i hvilket omfang reformerne i Japan kan holde landet fri af deflation, samt ændre i virksomhedernes måde at drive forretning på. Udviklingen i den europæiske økonomi, herunder de europæiske virksomheders evne til at forbedre deres marginer er ligeledes en markant risici.

## ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: September 2013

Risikoindeksator [1-7]: 5

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060507432

Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

## LANDEFORDELING

USA	49,2%
Japan	12,7%
Tyskland	9,9%
Frankrig	6,1%
Storbritannien	4,9%
Øvrige inkl. likvide	17,2%

## GLOBAL EQUITY SOLUTION – AKK., KLASSE DKK W

Andelsklasse under Global Equity Solution – Akkumulerende KL

### 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.

Andelsklassen søger at skabe værdi gennem eksponering til de mest interessante segmenter af aktiemarkedet. Ved årets udgang er andelsklassen fordelt på segmenter med 20 procent i Global StockPicking, 23 procent i det generelle amerikanske aktiemarked, 10 procent i amerikanske kvalitetsaktier, 10 procent i amerikanske it-aktier, 12 procent i eurozonen, 15 procent i cykliske selskaber i Europa og 10 procent i japanske aktier.

Vi forventer, at væksten i Europa er ved at nå bunden og svage tegn på dette er begyndt at vise sig i nøgletallene. En acceleration i væksten skal drives dels af en mere lempelig pengepolitik fra Den Europæiske Centralbank, og dels af den svagere euro og billigere olie, som begge er et plus for den europæiske økonomi.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier eller segmenter af aktiemarkedet. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast på niveau med markedet. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end markedet – 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 EQUITY SOLUTION – AKK., KLASSE DKK W

Andelsklasse under Global Equity Solution – 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.)*	-	-	-	2,52	13,40
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	102,52	116,26
Nettoresultat (t. DKK)*	-	-	-	7.360	87.543
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	1,48	1,49
ÅOP	-	-	-	1,99	1,93
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	265.139	1.230.805
Antal andele	-	-	-	2.586.208	10.586.602
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	12.9.-31.12.2013
Andel af resultat af fællesporteføljen	96.582	7.873
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	9.040	513
<b>Klassens resultat</b>	<b>87.543</b>	<b>7.360</b>
Finansielle instrumenter i pct	2014	2013
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Medlemmernes formue	2014	2013
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	265.139	0
Emissioner i året	1.101.987	294.825
Indløsninger i året	÷226.376	÷37.282
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	2.512	235
Overførsel af periodens resultat	87.543	7.360
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>1.230.805</b>	<b>265.139</b>
Antal andele		
Andele primo året	2.586.208	0
Emissioner i året	10.098.530	2.955.912
Indløsninger i året	÷2.098.136	÷369.704
<b>Andele ultimo året</b>	<b>10.586.602</b>	<b>2.586.208</b>



## GLOBAL EQUITY SOLUTION 2 – AKKUMULERENDE KL

Investerer globalt i aktier. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke konsekvent valutarsici. Udsving i valutakurserne kan derfor påvirke investorenes afkast.

Afdelingen udbydes i en andelsklasse:

- Global Equity Solution FIN, osuuslaji EUR W

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.

## GLOBAL EQUITY SOLUTION 2 – AKKUMULERENDE KL

## RESULTATOPGØRELSE

	15.1.-31.12.2014	
	1.000 EUR	
<b>Renter og udbytter:</b>		
1 Renteindtægter	15	
2 Renteudgifter	1	
3 Udbytter	5.118	
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>5.132</b>	
<b>Kursgevinster og -tab:</b>		
Kapitalandele	42.008	
Afledte finansielle instr.	585	
Valutakonti	995	
Øvrige aktiver/passiver	8	
5 Handelsomkostninger	÷682	
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>42.914</b>	
<b>I alt indtægter</b>	<b>48.047</b>	
6 Administrationsomkostninger	3.004	
<b>Resultat før skat</b>	<b>45.043</b>	
7 Skat	538	
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>44.505</b>	
<b>Overført til formuen</b>	<b>44.505</b>	

## BALANCE

	31.12.2014	
	1.000 EUR	
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler:</b>		
Indestående i depotselskab	49.994	
<b>I alt likvide midler</b>	<b>49.994</b>	
<b>Kapitalandele:</b>		
Not. aktier fra DK selskaber	2.714	
Not. aktier fra udl. selskaber	478.485	
<b>I alt kapitalandele</b>	<b>481.199</b>	
<b>Afl. finansielle instr.:</b>		
Unot. afl. finansielle instr.	75	
<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>75</b>	
<b>Andre aktiver:</b>		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	467	
Mellemvær: vedr. handelsafv.	65	
Aktuelle skatteaktiver	19	
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>552</b>	
<b>Aktiver i alt</b>	<b>531.821</b>	
<b>PASSIVER</b>		
8 Medlemmernes formue	530.513	
<b>Afledte finansielle instrumenter:</b>		
Unot. afl. finansielle instr.	928	
<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>928</b>	
<b>Anden gæld:</b>		
Skyldige omkostninger	381	
<b>I alt anden gæld</b>	<b>381</b>	
<b>Passiver i alt</b>	<b>531.821</b>	

## NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	-	-	-	-	2014
Nettoresultat (t.EUR)*	-	-	-	-	44.505
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	-	0,59
Medlemmernes formue (t.EUR)	-	-	-	-	530.513

\* 2014 dækker en periode på mindre end 12 måneder

## GLOBAL EQUITY SOLUTION 2 – 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 EUR 2014**

Indestående i depotselskab	15
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>15</b>

**NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 EUR 2014**

Andre renteudgifter	1
<b>I alt renteudgifter</b>	<b>1</b>

**NOTE 3: UDBYTTET I 1.000 EUR 2014**

Noterede aktier fra danske selskaber	14
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	5.096
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	7
<b>I alt udbytter</b>	<b>5.118</b>

**NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 EUR 2014**

Noterede aktier fra danske selskaber	257
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	41.743
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	9
Terminsfremtidskontrakter/futures m.m.	1.103
Aktiebaserede salgskontrakter	±518
Valutakonti	995
Øvrige aktiver/passiver	8
Handelsomkostninger	±682
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>42.914</b>

**NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 EUR 2014**

Bruttohandelsomkostninger	±682
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>±682</b>

**NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 EUR 2014**

	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	8	0
Managementhonorar	2.719	0
Fast administrationshonorar	276	0
I alt opdelte adm.omk.	3.004	0
<b>I alt adm.omkostninger</b>		<b>3.004</b>

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 EUR 2014**

Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	538
<b>I alt skat</b>	<b>538</b>

**NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE 2014**

	Antal andele	Formueværdi i 1.000 EUR
Emissioner i året	47.055.129	503.237
Indløsninger i året	± 1.582.407	± 17.229
Overførsel af periodens resultat		44.505
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>45.472.722</b>	<b>530.513</b>

**SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN 2014**

Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter		90,7
Øvrige finansielle instrumenter		± 0,2
<b>I alt finansielle instrumenter</b>		<b>90,5</b>
Øvrige aktiver og passiver		9,5
<b>I alt</b>		<b>100,0</b>

**Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank**

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
Danske Bank	292	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.

# GLOBAL EQUITY SOLUTION FIN, OSUUSLAJI EUR W

Andelsklasse under Global Equity Solution 2 - 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, 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 5 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

## Afkast og benchmark

Andelsklassen gav siden sin opstart den 15. januar 2014 og året ud et afkast på 16,67 pct. målt i EUR, mens det globale marked steg 17,41 pct. Andelsklassens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til det sammenlignelige marked 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 17,41 pct. målt i EUR fra den 15. januar 2014 og året ud, 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. Nye markeder, Japan og Europa fik alle positive afkast, men dog lavere end afkastet for de globale aktiemarkeder.

## Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast i 2014 var 0,74 procentpoint lavere end stigningen i det globale aktiemarked. Vores valg af investeringstemaer har generelt givet pæne absolutte afkast, og flere af dem har også gjort det godt i forhold til markedet. Typisk er det de stærkeste temaer, der har haft glæde af en stigende US dollar eller den stærke amerikanske økonomi, eksempelvis »japanske eksportører«, »amerikanske it-aktier«, »amerikanske kvalitetsaktier« og »amerikanske aktier med aktietilbagekøbsprogrammer«. Ligeledes har et tema som »emerging market-aktier med høje udbytter« udviklet sig tilfredsstillende. Omvendt har de europæisk orienterede temaer så som »cykliske europæiske aktier« og »europæisk risikopræmie« ikke været så stærke.

## 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.

Eftersom mindre selskaber i øjeblikket er betydeligt overvægtet i porteføljen, er den største risiko for porteføljen, at de mindre selskaber klarer sig dårligere end de store selskaber.

## 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

## ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Januar 2014

Risikoindeksator [1-7]: 5

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060518397

Porteføljerådgiver: Danske Capital - Sampo Bank Finland

## LANDEFORDELING

USA	47,7%
Japan	11,5%
Danmark	9,9%
Storbritannien	5,0%
Frankrig	2,7%
Øvrige inkl. likvide	23,2%

## GLOBAL EQUITY SOLUTION FIN, OSUUSLAJI EUR W

Andelsklasse under Global Equity Solution 2 - Akkumulerende KL

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 har en forholdsvis høj vægt af mindre selskaber. På længere sigt forventer vi, at disse vil fortsætte med at klare sig bedre end de store selskaber.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier eller segmenter af aktiemarkedet. For 2015 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast på niveau med markedet. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end markedet – 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 EQUITY SOLUTION FIN, OSUUSLAJI EUR W

Andelsklasse under Global Equity Solution 2 - 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.)*	-	-	-	-	16,67
Indre værdi (EUR pr. andel)	-	-	-	-	11,67
Nettoresultat (t. EUR)*	-	-	-	-	44.505
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	1,49
Medlemmernes formue (t.EUR)	-	-	-	-	530.513
Antal andele	-	-	-	-	45.472.722
Stykstørrelse i EUR	-	-	-	-	10

\* 2014 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 EUR	15.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	47.505
Klassenspecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	3.001
<b>Klassens resultat</b>	<b>44.505</b>
Finansielle instrumenter i pct	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>
Medlemmernes formue	2014
Formueværdi i 1.000 EUR	
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i året	503.237
Indløsninger i året	÷ 17.229
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	0
Overførsel af periodens resultat	44.505
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>530.513</b>
Antal andele	
Andele primo året	0
Emissioner i året	47.055.129
Indløsninger i året	÷ 1.582.407
<b>Andele ultimo året</b>	<b>45.472.722</b>

## GLOBAL ESG – ACCUMULATING KL

Investerer globalt i aktier udvalgt ud fra specifikke forventninger til den enkelte akties afkast. Investeringerne er underlagt særlige ekstra restriktioner. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker valutarisici mod NOK.

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](http://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 6 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 1,05 pct. målt i EUR, mens benchmark steg 0,77 pct. Afdelingens afkast 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.

### Markedet

De globale aktiemarkeder gav et afkast på 0,77 pct. valuta-sikret til norske kroner målt i euro, men konflikten i Ukraine,

skuffende vækst i Europa, valutauro og faldende oliepriser medførte betydelige udsving især i andet halvår. Målt i lokal valuta gav alle regioner positive afkast med USA i spidsen, men valutasikringen mod en svag norsk krone trak afkastet betydelig ned.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast i 2014 var 0,28 procentpoint højere end stigningen i benchmark. Sektorfordelingen bidrog samlet 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 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: Januar 2011
Risikoindikator [1-7]: 6
Benchmark: MSCI AC World inkl. nettoudbytter hedget til NOK målt i EUR
Fondskode: DK0060283067
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### LANDEFORDELING

USA	42,7%
Storbritannien	12,6%
Japan	12,1%
Schweiz	10,0%
Tyskland	9,6%
Øvrige inkl. likvide	13,0%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,38
Standardafvigelse	13,83
Tracking error	3,63
Information Ratio	-0,12
Sharpe Ratio (benchm.)	0,42
Standardafvigelse (benchm.)	13,39
Active share	93,60

Måleperiode: Feb. 2011 til dec. 2014

## GLOBAL ESG – ACCUMULATING KL



### 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 ESG - ACCUMULATING KL

## RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>		
1 Renteindtægter	1	÷87
2 Udbytter	10.357	7.075
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>10.359</b>	<b>6.988</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab:</b>		
Kapitalandele	42.159	44.088
Afledte finansielle instr.	÷48.327	÷21.288
Valutakonti	4.025	÷2.323
Øvrige aktiver/passiver	15	÷3
4 Handelsomkostninger	÷344	÷370
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>÷2.472</b>	<b>20.104</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>7.887</b>	<b>27.092</b>
5 Administrationsomkostninger	4.944	5.080
<b>Resultat før skat</b>	<b>2.943</b>	<b>22.012</b>
6 Skat	650	717
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>2.293</b>	<b>21.295</b>
<b>Overført til formuen</b>	<b>2.293</b>	<b>21.295</b>

## BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler:</b>		
Indestående i depotselskab	12.782	15.951
<b>I alt likvide midler</b>	<b>12.782</b>	<b>15.951</b>
<b>Kapitalandele:</b>		
Not. aktier fra DK selskaber	8.236	7.968
Not. aktier fra udl. selskaber	314.677	280.841
<b>I alt kapitalandele</b>	<b>322.913</b>	<b>288.809</b>
<b>Afl. finansielle instr.:</b>		
Unot. afl. finansielle instr.	1.049	1.927
<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>1.049</b>	<b>1.927</b>
<b>Andre aktiver:</b>		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	174	126
Aktuelle skatteaktiver	692	484
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>866</b>	<b>610</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>337.610</b>	<b>307.297</b>
<b>PASSIVER</b>		
7 Medlemmernes formue	303.396	299.580
<b>Afledte finansielle instrumenter:</b>		
Unot. afl. finansielle instr.	31.594	6.530
<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>31.594</b>	<b>6.530</b>
<b>Anden gæld:</b>		
Skyldige omkostninger	214	1.186
Mellemvær. vedr. handelsaf v.	2.406	0
<b>I alt anden gæld</b>	<b>2.620</b>	<b>1.186</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>337.610</b>	<b>307.297</b>

## NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast i EUR (pct.)*	-	÷7,08	22,89	7,61	1,05
Benchmarkafkast i EUR (pct.)*	-	÷999,00	21,86	10,32	0,77
Indre værdi (EUR pr. andel)	-	92,92	114,19	122,88	124,17
Nettoresultat (t.DKK)*	-	÷6.941	58.492	21.295	2.293
Administrationsomkostninger (pct.)	-	1,62	1,56	1,56	1,56
ÅOP	-	2,02	1,73	1,75	1,74
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	0,15	0,25	0,33	0,33
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	249.234	309.727	299.580	303.396
Antal andele	-	360.892	363.550	326.785	328.138
Stykstørrelse i EUR	-	100	100	100	100

\* 2011 dækker en periode på mindre end 12 måneder

## GLOBAL ESG – ACCUMULATING 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	÷87
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>1</b>	<b>÷87</b>

NOTE 2: UDBYTTET I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	180	0
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	10.177	7.075
<b>I alt udbytter</b>	<b>10.357</b>	<b>7.075</b>

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	2.560	506
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	39.599	43.582
Terminforretninger/futures m.m.	÷48.327	÷21.288
Valutakonti	4.025	÷2.323
Øvrige aktiver/passiver	15	÷3
Handelsomkostninger	÷344	÷370
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>÷2.472</b>	<b>20.104</b>

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷402	÷451
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	58	81
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>÷344</b>	<b>÷370</b>

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	1	1
Markedsføringsomkostninger	0	0	1.227	77
Gebyrer til depotselskab	0	0	177	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	1.059	6
Øvrige omkostninger	30	10	25	24
Managementhonorar	4.464	0	2.395	0
Fast administrationshonorar	439	0	85	0
I alt opdeltede adm.omk.	4.934	10	4.968	112
<b>I alt adm.omkostninger</b>		<b>4.944</b>		<b>5.080</b>

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 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	650	717
<b>I alt skat</b>	<b>650</b>	<b>717</b>

NOTE 7: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	326.785	299.580	363.550	309.727
Emissioner i året	18.579	17.659	7.232	6.479
Indløsninger i året	÷17.226	÷16.173	÷43.997	÷37.959
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		37		38
Overførsel af periodens resultat		2.293		21.295
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>328.138</b>	<b>303.396</b>	<b>326.785</b>	<b>299.580</b>

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
<b>Finansielle instrumenter i pct.</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	106,4	96,4
Øvrige finansielle instrumenter	÷10,1	÷1,5
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>96,4</b>	<b>94,9</b>
Øvrige aktiver og passiver	3,6	5,1
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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 RESTRICTED

Investerer globalt i aktier udvalgt ud fra specifikke forventninger til den enkelte akties afkast. Investeringerne er underlagt særlige etiske restriktioner. 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](http://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 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 15,51 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 betydelige udsving.

### 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 nye markeder, Japan og Europa sig væsentligt dårligere.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast i 2014 var 2,88 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

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Maj 2010
Risikoindeksator [1-7]: 5
Benchmark: MSCI AC World inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0060229284
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

#### LANDEFORDELING

USA	39,0%
Storbritannien	11,5%
Japan	11,1%
Schweiz	9,1%
Tyskland	8,7%
Øvrige inkl. likvide	20,6%

#### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,09
Standardafvigelse	8,49
Tracking error	3,75
Information Ratio	-0,42
Sharpe Ratio (benchm.)	1,25
Standardafvigelse (benchm.)	8,61
Active share	93,60

Måleperiode: Maj 2010 til dec. 2014

## GLOBAL RESTRICTED

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.

### 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 RESTRICTED

## RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>		
1 Renteindtægter	9	÷14
2 Udbytter	19.463	8.792
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>19.472</b>	<b>8.777</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab:</b>		
Kapitalandele	80.226	61.984
Valutakonti	2.086	83
Øvrige aktiver/passiver	5	12
4 Handelsomkostninger	÷463	÷370
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>81.854</b>	<b>61.710</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>101.326</b>	<b>70.487</b>
5 Administrationsomkostninger	9.531	6.619
<b>Resultat før skat</b>	<b>91.795</b>	<b>63.868</b>
6 Skat	1.181	852
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>90.615</b>	<b>63.016</b>
<b>Formuebevægelser:</b>		
Udlodningsregulering	÷602	1.281
Overført fra sidste år	÷7.108	526
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>÷7.709</b>	<b>1.807</b>
<b>Til disposition</b>	<b>82.906</b>	<b>64.823</b>
7 Til rådighed for udlodning	20.762	÷7.108
Foreslået udlodning	20.577	0
Overført til udlodning næste år	185	÷7.108
<b>Overført til formuen</b>	<b>62.144</b>	<b>71.931</b>

## BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler:</b>		
Indestående i depotselskab	23.168	25.571
<b>I alt likvide midler</b>	<b>23.168</b>	<b>25.571</b>
<b>Kapitalandele:</b>		
Not. aktier fra DK selskaber	16.553	14.515
Not. aktier fra udl. selskaber	632.473	510.198
<b>I alt kapitalandele</b>	<b>649.026</b>	<b>524.714</b>
<b>Andre aktiver:</b>		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	328	205
Mellemvær: vedr. handelsafv.	0	17.693
Aktuelle skatteaktiver	1.032	655
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>1.360</b>	<b>18.553</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>673.554</b>	<b>568.837</b>
<b>PASSIVER</b>		
8 Medlemmernes formue	668.207	551.777
<b>Anden gæld:</b>		
Skyldige omkostninger	512	2.022
Mellemvær: vedr. handelsafv.	4.836	15.037
<b>I alt anden gæld</b>	<b>5.347</b>	<b>17.060</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>673.554</b>	<b>568.837</b>

## NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)*	10,85	÷5,94	14,63	15,42	15,51
Benchmarkafkast (pct.)*	-	÷4,50	14,79	17,49	18,39
Indre værdi (DKK pr. andel)	110,85	104,26	119,51	134,94	155,88
Nettoresultat (t.DKK)*	12.167	÷28.588	32.405	63.016	90.615
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	0,00	2,75	0,00	4,80
Administrationsomkostninger (pct.)	1,62	1,58	1,51	1,55	1,56
ÅOP	1,89	1,88	1,80	1,90	1,89
Omsætningshastighed (antal gange)*	0,02	0,15	0,14	0,26	0,24
Medlemmernes formue (t.DKK)	197.396	152.285	431.343	551.777	668.207
Antal andele	1.780.780	1.460.650	3.609.153	4.088.983	4.286.792
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

\* 2010 dækker en periode på mindre end 12 måneder

## GLOBAL RESTRICTED

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	9	÷14
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>9</b>	<b>÷14</b>

NOTE 2: UDBYTTET I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	329	0
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	19.135	8.792
<b>I alt udbytter</b>	<b>19.463</b>	<b>8.792</b>

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	4.597	810
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	75.629	61.174
Valutakonti	2.086	83
Øvrige aktiver/passiver	5	12
Handelsomkostninger	÷463	÷370
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>81.854</b>	<b>61.710</b>

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷961	÷791
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	497	421
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>÷463</b>	<b>÷370</b>

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	4	2
Markedsføringsomkostninger	0	0	1.501	100
Gebyrer til depotselskab	0	0	222	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	1.300	8
Øvrige omkostninger	54	19	32	30
Managementhonorar	8.609	0	3.313	0
Fast administrationshonorar	849	0	102	0
I alt opdelte adm.omk.	9.512	19	6.474	145
<b>I alt adm.omkostninger</b>		<b>9.531</b>		<b>6.619</b>

Foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet er ændret i regnskabsåret, hvorefter foreningens betaling for varetægelse af den daglige ledelse af foreningen samt indgåelse af aftaler om porteføljefrådgivning/-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	1.181	852
<b>I alt skat</b>	<b>1.181</b>	<b>852</b>

NOTE 7: TIL RÅDGIGHED FOR UDLODNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	19.472	8.777
Ikke refunderbar udbytteskat	÷1.181	÷852
Regulering vedr. udbytteskat m.v.	÷359	÷251
Kursgevinst til udlodning	20.070	20.650
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	9.531	6.619
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	÷602	1.281
Fremførbare tab fra sidste år	0	÷38.688
Udlodning overført fra sidste år	÷7.108	526
<b>I alt til rådighed for udlodning, brutto</b>	<b>20.762</b>	<b>÷15.176</b>

Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	0	÷8.068
<b>I alt til rådighed for udlodning, netto</b>	<b>20.762</b>	<b>÷7.108</b>

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	4.088.983	551.777	3.609.153	431.343
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		0		÷9.925
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		0		1.941
Emissioner i året	1.255.175	178.656	1.235.462	159.624
Indløsninger i året	÷1.057.366	÷153.246	÷755.632	÷94.492
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		405		269
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		602		÷1.281
Overført til udlodning fra sidste år		7.108		÷526
Overført til udlodning næste år		185		÷7.108
Foreslået udlodning		20.577		0
Overførsel af periodens resultat		62.144		71.931
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>4.286.792</b>	<b>668.207</b>	<b>4.088.983</b>	<b>551.777</b>

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
<b>Finansielle instrumenter i pct.</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,1	95,1
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>97,1</b>	<b>95,1</b>
Øvrige aktiver og passiver	2,9	4,9
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Noterede aktier, noterede obligat ioner 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.

## KOMMUNER 4

Investerer i obligationer udstedt i danske kroner med en gennemsnitlig varighed som korte til 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](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

Da afdelingen investerer i obligationer udstedt i danske kroner, har afdelingen investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den danske rente. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, enkeltlanderisiko, renterisiko, kreditrisiko 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 2 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 3,59 pct., mens benchmark steg 4,39 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og udviklingen i benchmark, 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 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 0,80 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Det kraftige rentefald hen over året medførte meget høje afkast på især lange obligationer. Afdelingens beholdning af 20-årige lav-kupon realkreditobligationer gav i årets løb et afkast på små 12 pct. og bidrog dermed positivt til afdelingens afkast. 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, 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: November 1999
Risikoindeks (1-7): 2
Benchmark: Danske Capitals danske obligationsindeks for bruttobeskattede investorer; varighed på 3 år
Fondskode: DK0016205685
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

0-1 år	22,7%
1-3 år	56,4%
3-5 år	4,3%
5-10 år	11,4%
Øvrige inkl. likvide	5,2%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	2,00
Standardafvigelse	1,65
Tracking error	1,09
Information Ratio	0,29
Sharpe Ratio (benchm.)	1,30
Standardafvigelse (benchm.)	2,30

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

## KOMMUNER 4



### 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.



## KOMMUNER 4

## RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>		
1 Renteindtægter	21.856	26.953
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>21.856</b>	<b>26.953</b>
<b>Kursgevinster og -tab:</b>		
2 Obligationer	15.899	÷8.174
Afledte finansielle instr.	23	0
3 Handelsomkostninger	0	0
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>15.921</b>	<b>÷8.174</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>37.777</b>	<b>18.778</b>
4 Administrationsomkostninger	3.306	3.724
<b>Resultat før skat</b>	<b>34.471</b>	<b>15.054</b>
Skat	0	0
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>34.471</b>	<b>15.054</b>
<b>Formuebevægelser:</b>		
Udlodningsregulering	÷960	÷2.024
Overført fra sidste år	551	1.961
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>÷409</b>	<b>÷63</b>
<b>Til disposition</b>	<b>34.062</b>	<b>14.992</b>
5 Til rådighed for udlodning	30.021	27.825
Foreslået udlodning	20.482	14.859
Udbetalt acontoudlodning	9.060	12.414
Overført til udlodning næste år	478	551
<b>Overført til formuen</b>	<b>4.041</b>	<b>÷12.833</b>

## BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler:</b>		
Indestående i depotselskab	1.868	601
<b>I alt likvide midler</b>	<b>1.868</b>	<b>601</b>
<b>Obligationer:</b>		
Not. obl. fra danske udstedere	957.290	1.021.905
<b>I alt obligationer</b>	<b>957.290</b>	<b>1.021.905</b>
<b>Andre aktiver:</b>		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	5.299	6.180
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>5.299</b>	<b>6.180</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>964.457</b>	<b>1.028.685</b>
<b>PASSIVER</b>		
6 Medlemmernes formue	933.327	1.026.452
<b>Anden gæld:</b>		
Skyldige omkostninger	177	735
Mellemvær: vedr. handelsaf v.	30.954	1.498
<b>I alt anden gæld</b>	<b>31.131</b>	<b>2.233</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>964.457</b>	<b>1.028.685</b>

## NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	4,70	5,13	4,37	1,39	3,59
Benchmarkafkast (pct.)	4,71	6,20	2,92	÷0,59	4,39
Indre værdi (DKK pr. andel)	101,60	103,43	104,88	103,62	104,80
Nettoresultat (t.DKK)	48.166	58.181	52.889	15.054	34.471
Udbytte (DKK pr. andel)	3,50	3,25	2,75	2,70	3,30
Administrationsomkostninger (pct.)	0,33	0,33	0,34	0,33	0,34
ÅOP	0,44	0,46	0,47	0,43	0,44
Omsætningshastighed (antal gange)	0,16	0,20	0,22	0,11	0,09
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.054.636	1.269.590	1.232.231	1.026.452	933.327
Antal andele	10.379.868	12.274.536	11.749.306	9.906.306	8.905.387
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

## KOMMUNER 4

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	÷43
Noterede obligationer fra danske udstedere	21.856	26.996
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>21.856</b>	<b>26.953</b>

NOTE 2: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede obligationer fra danske udstedere	15.899	÷8.174
Renteforretninger	23	0
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>15.921</b>	<b>÷8.174</b>

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

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	8
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	7
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	4
Markedsføringsomkostninger	0	0	993	264
Gebyrer til depotselskab	0	0	127	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	408	20
Øvrige omkostninger	32	35	86	82
Managementhonorar	2.358	0	1.504	0
Fast administrationshonorar	881	0	221	0
<b>I alt opdelte adm.omk.</b>	<b>3.271</b>	<b>35</b>	<b>3.339</b>	<b>385</b>
<b>I alt adm.omkostninger</b>		<b>3.306</b>		<b>3.724</b>

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	21.856	26.953
Kursgevinst til udlodning	11.880	4.692
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	3.306	3.724
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	÷960	÷2.024
Fremførbare tab fra sidste år	0	÷34
Udlodning overført fra sidste år	551	1.961
<b>I alt til rådighed for udlodning, netto</b>	<b>30.021</b>	<b>27.825</b>

NOTE 6: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	9.906.306	1.026.452	11.749.306	1.232.231
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		÷14.859		÷17.624
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		954		903
Emissioner i året	365.032	38.124	39.215	4.082
Indløsninger i året	÷1.365.951	÷142.947	÷1.882.215	÷196.084
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		193		304
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		960		2.024
Overført til udlodning fra sidste år		÷551		÷1.961
Overført til udlodning næste år		478		551
Foreslået udlodning		20.482		14.859
Overførsel af periodens resultat		4.041		÷12.833
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>8.905.387</b>	<b>933.327</b>	<b>9.906.306</b>	<b>1.026.452</b>

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
<b>Finansielle instrumenter i pct.</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	102,6	99,6
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>102,6</b>	<b>99,6</b>
Øvrige aktiver og passiver	÷2,6	0,4
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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.

## KOMMUNER EUROPÆISKE OBLIGATIONER

Investerer i rentebærende europæiske obligationer, herunder erhvervsobligationer. Hovedparten af afdelingens investeringer vil være i eller afdækket mod DKK eller EUR. 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](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

Afdelingen investerer i danske stats- og realkreditobligationer samt europæiske virksomhedsobligationer med høj kreditkvalitet. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen i Danmark og Europa, samt 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 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 2 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 5,38 pct., mens benchmark steg 7,08 pct. Afdelingens afkast var ikke 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 indsnævring af kreditspænd hen over 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 med 1,54 procentpoint og endte året i rekordlave 0,55 pct.

Den førte lempelige pengepolitik af ECB og opkøb af Asset Backed Securites og Covered Bonds for sikre stabilitet medførte fornyet interesse for kreditobligationer. Kredit-spændene på virksomhedsobligationer [renteforskellen til tilsvarende sikre statsobligationer] blev indsnævret med 0,27 procentpoint i forhold til tyske statsobligationer. De største relative indsnævring af betydning var indenfor forsyningsvirksomheder, banker og telekommunikation mens forsikringssektoren stod for den mindste indsnævring.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 1,70 procentpoint lavere end afkastet på benchmark. Indenfor den danske andel af porteføljen gav beholdningen af 20-årige lav kupon realkreditobligationer et afkast på cirka 12 pct., og bidrog dermed positivt til afdelingens relative afkast. I den modsatte ende bidrog en mindre beholdning af korte realkreditobligationer, med et svagt negativt afkast grundet øget konverteringsadfærd.

Indenfor virksomhedsobligationer gav papirvalget positivt bidrag til afdelingens relative afkast, hvor særligt investeringer inden for forsikring, banker og telekommunikation stod for de største bidrag. Sektorallokeringen gav derimod et negativt bidrag til afdelingens relative afkast, som primært skyldtes en overvægt i forsikringssektoren.

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Juli 2003

Risikoindeks [1-7]: 2

Benchmark: 60% Danske Capitals danske obligationsindeks for bruttobeskattede investorer varighed 4 år & 40% Barclays Capital Euro-Aggregate 500MM Corp A-BBB. Indekset er hedget til DKK

Fondskode: DK0016242373

Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

0-1 år	28,6%
1-3 år	38,8%
3-5 år	6,3%
5-10 år	14,6%
Over 10 år	3,7%
Øvrige inkl. likvide	8,0%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,88
Standardafvigelse	2,45
Tracking error	1,17
Information Ratio	0,24
Sharpe Ratio (benchm.)	1,67
Standardafvigelse (benchm.)	2,63

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

## KOMMUNER EUROPÆISKE OBLIGATIONER

Samlet set havde afdelingen gennem året en mindre renterisiko end benchmark. Dette bidrog negativt til afdelingens 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 derfor medføre at de korte rente bliver hævet. Dette kan påvirke afdelingens afkast negativt. Omvendt vil en svagere vækst end forventet kunne påvirke afdelingens afkast positivt. Fornyeede politiske spændinger i Europa eller ændring af den nuværende ECB-politik kan medføre en stigning i investorernes risikoaversion.

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.

Indenfor virksomhedsobligationer har afdelingen en højere eksponering til efterstillede obligationer indenfor forsikring, banker og forsyningsvirksomheder. 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.

### 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 opsidens, 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, hvorfor der er en grænse for, hvor meget renten kan falde fra det nuværende meget lave niveau.

Spændene på virksomhedsobligationer forventes at forblive uændrede, men det store usikkerhedspunkt er om ECB udvider sit nuværende opkøbsprogram til også at omfatte kreditobligationer og dermed øge efterspørgslen i markedet hvilket alt andet lige vil betyde lavere kreditspænd.

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. Indenfor virksomhedsobligationer fastholdes overvægten af efterstillede obligationer.

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.

## KOMMUNER EUROPÆISKE OBLIGATIONER

## RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>		
1 Renteindtægter	3.216	4.226
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>3.216</b>	<b>4.226</b>
<b>Kursgevinster og -tab:</b>		
2 Obligationer	2.338	÷904
Afledte finansielle instr:	525	217
Valutakonti	116	15
3 Handelsomkostninger	÷29	÷25
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>2.950</b>	<b>÷697</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>6.166</b>	<b>3.530</b>
4 Administrationsomkostninger	566	663
<b>Resultat før skat</b>	<b>5.601</b>	<b>2.867</b>
Skat	0	0
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>5.601</b>	<b>2.867</b>
<b>Formuebevægelser:</b>		
Udlodningsregulering	216	÷1.071
Overført fra sidste år	56	173
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>271</b>	<b>÷897</b>
<b>Til disposition</b>	<b>5.872</b>	<b>1.969</b>
5 Til rådighed for udlodning	4.710	4.765
Foreslået udlodning	3.136	3.254
Udbetalt acontoudlodning	1.531	1.456
Overført til udlodning næste år	43	56
<b>Overført til formuen</b>	<b>1.163</b>	<b>÷2.796</b>

## BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler:</b>		
Indestående i depotselskab	3.410	3.879
<b>I alt likvide midler</b>	<b>3.410</b>	<b>3.879</b>
<b>Obligationer:</b>		
Not. obl. fra danske udstedere	63.598	56.420
Not. obl. fra udl. udstedere	44.901	38.899
<b>I alt obligationer</b>	<b>108.499</b>	<b>95.319</b>
<b>Afl. finansielle instr.:</b>		
Unot. afl. finansielle instr.	85	100
<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>85</b>	<b>100</b>
<b>Andre aktiver:</b>		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	1.150	1.309
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>1.150</b>	<b>1.309</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>113.145</b>	<b>100.607</b>
<b>PASSIVER</b>		
6 Medlemmernes formue	113.112	100.354
<b>Afledte finansielle instrumenter:</b>		
Unot. afl. finansielle instr.	1	149
<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>1</b>	<b>149</b>
<b>Anden gæld:</b>		
Skyldige omkostninger	33	105
<b>I alt anden gæld</b>	<b>33</b>	<b>105</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>113.145</b>	<b>100.607</b>

## NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	5,62	3,99	9,16	2,71	5,38
Benchmarkafkast (pct.)	5,43	4,93	7,68	0,32	7,08
Indre værdi (DKK pr. andel)	105,26	105,08	111,07	111,04	111,82
Nettoresultat (t.DKK)	7.897	6.005	12.850	2.867	5.601
Udbytte (DKK pr. andel)	4,50	3,50	3,25	5,10	4,60
Administrationsomkostninger (pct.)	0,47	0,51	0,51	0,51	0,52
ÅOP	0,65	0,70	0,72	0,66	0,66
Omsætningshastighed (antal gange)	0,07	0,04	0,22	0,19	0,22
Medlemmernes formue (t.DKK)	216.503	148.963	146.753	100.354	113.112
Antal andele	2.056.834	1.417.595	1.321.295	903.757	1.011.570
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

## KOMMUNER 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	1.553	1.739
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	1.663	2.482
Andre renteindtægter	0	24
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>3.216</b>	<b>4.226</b>

NOTE 2: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede obligationer fra danske udstedere	933	÷683
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	1.405	÷222
Terminforretninger/futures m.m.	÷128	410
Renteforretninger	652	÷193
Valutakonti	116	15
Handelsomkostninger	÷29	÷25
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>2.950</b>	<b>÷697</b>

NOTE 3: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷39	÷46
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	10	21
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>÷29</b>	<b>÷25</b>

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	143	31
Gebyrer til depotselskab	0	0	80	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	107	2
Øvrige omkostninger	12	3	10	12
Managementhonorar	389	0	237	0
Fast administrationshonorar	162	0	39	0
I alt opdelte adm.omk.	562	3	616	47
<b>I alt adm.omkostninger</b>		<b>566</b>		<b>663</b>

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	3.216	4.226
Kursgevinst til udlodning	1.787	2.099
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	566	663
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	216	÷1.071
Udlodning overført fra sidste år	56	173
<b>I alt til rådighed for udlodning, netto</b>	<b>4.710</b>	<b>4.765</b>

NOTE 6: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	903.757	100.354	1.321.295	146.753
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		÷3.254		÷1.982
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		÷130		30
Emissioner i året	141.813	15.873	44.135	4.918
Indløsninger i året	÷34.000	÷3.823	÷461.673	÷50.999
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		21		222
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		÷216		1.071
Overført til udlodning fra sidste år		÷56		÷173
Overført til udlodning næste år		43		56
Foreslået udlodning		3.136		3.254
Overførsel af periodens resultat		1.163		÷2.796
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>1.011.570</b>	<b>113.112</b>	<b>903.757</b>	<b>100.354</b>

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
<b>Finansielle instrumenter i pct.</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	95,9	95,0
Øvrige finansielle instrumenter	0,1	0,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>96,0</b>	<b>95,0</b>
Øvrige aktiver og passiver	4,0	5,1
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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.

# ONLINE DANSKE OBLIGATIONER INDEKS

Investerer indeksbaseret i obligationer denomineret i 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](http://danskeinvest.dk).

## Risikoprofil

Da afdelingen investerer i obligationer udstedt i danske kroner, har afdelingen investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den danske rente. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, enkeltlanderisiko, renterisiko, kreditrisiko 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 risikoindekstallet 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 7,69 pct., mens benchmark steg 8,05 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark.

## 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

Afdelingen har i 2014 givet et afkast lidt under benchmark, som afdelingen skal følge tæt.

## 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.

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

## AFDELINGENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: April 2009
Risikoindeks [1-7]: 3
Benchmark: Danske Capitals danske obligationsindeks for bruttobeskattede investorer; varighed på 5 år
Fondskode: DK0060175255
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

## VARIGHEDER

0-1 år	21,0%
1-3 år	34,0%
3-5 år	9,8%
5-10 år	24,2%
Over 10 år	10,0%
Øvrige inkl. likvide	1,0%

## NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,11
Standardafvigelse	3,81
Tracking error	0,31
Information Ratio	-1,34
Sharpe Ratio (benchm.)	1,23
Standardafvigelse (benchm.)	3,78

## ONLINE DANSKE OBLIGATIONER INDEKS

## RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>		
1 Renteindtægter	336	370
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>336</b>	<b>370</b>
<b>Kursgevinster og -tab:</b>		
2 Obligationer	642	÷579
3 Handelsomkostninger	0	0
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>642</b>	<b>÷579</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>978</b>	<b>÷209</b>
4 Administrationsomkostninger	32	47
<b>Resultat før skat</b>	<b>947</b>	<b>÷256</b>
Skat	0	0
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>947</b>	<b>÷256</b>
<b>Formuebevægelser:</b>		
Udlodningsregulering	÷3	3
Overført fra sidste år	8	17
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>5</b>	<b>20</b>
<b>Til disposition</b>	<b>952</b>	<b>÷237</b>
5 Til rådighed for udlodning	369	190
Foreslået udlodning	369	182
Overført til udlodning næste år	0	8
<b>Overført til formuen</b>	<b>582</b>	<b>÷427</b>

## BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler:</b>		
Indestående i depotselskab	19	12
<b>I alt likvide midler</b>	<b>19</b>	<b>12</b>
<b>Obligationer:</b>		
Not. obl. fra danske udstedere	12.960	12.894
<b>I alt obligationer</b>	<b>12.960</b>	<b>12.894</b>
<b>Andre aktiver:</b>		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	62	62
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>62</b>	<b>62</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>13.041</b>	<b>12.969</b>
<b>PASSIVER</b>		
6 Medlemmernes formue	13.039	12.963
<b>Anden gæld:</b>		
Skyldige omkostninger	2	6
<b>I alt anden gæld</b>	<b>2</b>	<b>6</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>13.041</b>	<b>12.969</b>

## NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	6,20	8,88	3,58	÷1,97	7,69
Benchmarkafkast (pct.)	6,47	9,53	4,16	÷1,63	8,05
Indre værdi (DKK pr. andel)	107,41	109,15	108,91	99,68	105,88
Nettoresultat (t.DKK)	716	1.038	456	÷256	947
Udbytte (DKK pr. andel)	7,00	4,00	7,25	1,40	3,00
Administrationsomkostninger (pct.)	0,23	0,36	0,35	0,35	0,25
ÅOP	0,29	0,43	0,42	0,38	0,28
Omsætningshastighed (antal gange)	1,04	1,18	1,18	1,01	1,18
Medlemmernes formue (t.DKK)	12.674	13.169	13.183	12.963	13.039
Antal andele	118.000	120.655	121.047	130.047	123.156
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100



# ONLINE DANSKE OBLIGATIONER 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	0
Noterede obligationer fra danske udstedere	336	367
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	0	3
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>336</b>	<b>370</b>

NOTE 2: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede obligationer fra danske udstedere	642	÷564
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	0	÷15
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>642</b>	<b>÷579</b>

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

NOTE 4: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Markedsføringsomkostninger	0	0	1	3
Gebyrer til depotselskab	0	0	14	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	7	0
Øvrige omkostninger	2	0	1	4
Managementhonorar	16	0	11	0
Fast administrationshonorar	13	0	5	0
I alt opdeltede adm.omk.	31	0	39	8
<b>I alt adm.omkostninger</b>	<b>32</b>		<b>47</b>	

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	336	370
Kursgevinst til udlodning	59	÷152
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	32	47
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	÷3	3
Udlodning overført fra sidste år	8	17
<b>I alt til rådighed for udlodning, brutto</b>	<b>369</b>	<b>190</b>
Frivillig udlodning	1	0
<b>I alt til rådighed for udlodning, netto</b>	<b>369</b>	<b>190</b>

NOTE 6: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	130.047	12.963	121.047	13.183
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		÷182		÷878
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		1		÷94
Emissioner i året	9.000	917	13.000	1.405
Indløsninger i året	÷15.891	÷1.609	÷4.000	÷402
Netto emissionsstillæg og indløsningsfradrag		2		4
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		3		÷3
Overført til udlodning fra sidste år		÷8		÷17
Overført til udlodning næste år		0		8
Foreslået udlodning		369		182
Overførsel af periodens resultat		582		÷427
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>123.156</b>	<b>13.039</b>	<b>130.047</b>	<b>12.963</b>

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

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.

## ONLINE GLOBAL INDEKS

Investorerer indeksbaseret i henhold til Morgan Stanleys World Index for globale 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](http://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 19,19 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 va-

lutakurserne. 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 nye markeder, Japan og Europa sig væsentligt dårligere.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,08 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.

### 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.

### AFDELINGENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: April 2009
Risikoindikator [1-7]: 5
Benchmark: MSCI World inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0060175339
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### LANDEFORDELING

USA	57,1%
Japan	7,5%
Storbritannien	6,7%
Schweiz	4,3%
Canada	3,8%
Øvrige inkl. likvide	20,6%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,48
Standardafvigelse	8,53
Tracking error	0,67
Information Ratio	0,12
Sharpe Ratio (benchm.)	1,43
Standardafvigelse (benchm.)	8,77
Active share	29,52

## ONLINE GLOBAL INDEKS

## RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>		
1 Renteindtægter	1	0
2 Udbytter	1.036	831
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>1.037</b>	<b>831</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab:</b>		
Kapitalandele	5.484	5.013
Valutakonti	27	÷34
Øvrige aktiver/passiver	1	0
4 Handelsomkostninger	0	0
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>5.512</b>	<b>4.979</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>6.550</b>	<b>5.810</b>
5 Administrationsomkostninger	119	113
<b>Resultat før skat</b>	<b>6.431</b>	<b>5.697</b>
6 Skat	86	60
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>6.345</b>	<b>5.637</b>
<b>Formuebevægelser:</b>		
Udlodningsregulering	195	158
Overført fra sidste år	0	6
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>195</b>	<b>164</b>
<b>Til disposition</b>	<b>6.539</b>	<b>5.800</b>
7 Til rådighed for udlodning	2.059	1.828
Foreslået udlodning	2.041	1.828
Overført til udlodning næste år	19	0
<b>Overført til formuen</b>	<b>4.480</b>	<b>3.973</b>

## BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler:</b>		
Indestående i depotselskab	564	762
<b>I alt likvide midler</b>	<b>564</b>	<b>762</b>
<b>Kapitalandele:</b>		
Not. aktier fra DK selskaber	154	117
Not. aktier fra udl. selskaber	41.870	33.415
<b>I alt kapitalandele</b>	<b>42.024</b>	<b>33.532</b>
<b>Andre aktiver:</b>		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	44	36
Andre tilgodehavender	0	0
Mellemvær: vedr. handelsafv.	0	184
Aktuelle skatteaktiver	28	21
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>71</b>	<b>242</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>42.658</b>	<b>34.536</b>
<b>PASSIVER</b>		
8 Medlemmernes formue	42.650	34.518
<b>Anden gæld:</b>		
Skyldige omkostninger	9	18
<b>I alt anden gæld</b>	<b>9</b>	<b>18</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>42.658</b>	<b>34.536</b>

## NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	18,30	÷1,70	14,75	21,74	19,19
Benchmarkafkast (pct.)	19,71	÷2,64	14,49	21,19	19,27
Indre værdi (DKK pr. andel)	146,04	140,02	156,42	185,08	209,02
Nettoresultat (t.DKK)	3.704	÷409	3.289	5.637	6.345
Udbytte (DKK pr. andel)	3,50	4,00	4,75	9,80	10,00
Administrationsomkostninger (pct.)	0,31	0,39	0,38	0,38	0,33
ÅOP	0,42	0,49	0,46	0,46	0,41
Omsætningshastighed (antal gange)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Medlemmernes formue (t.DKK)	23.659	22.685	25.401	34.518	42.650
Antal andele	162.000	162.013	162.397	186.503	204.051
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

## ONLINE 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	1	0
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>1</b>	<b>0</b>

NOTE 2: UDBYTTET I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	3	2
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.034	829
<b>I alt udbytter</b>	<b>1.036</b>	<b>831</b>

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	36	9
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	5.447	5.004
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	1	0
Valutakonti	27	÷34
Øvrige aktiver/passiver	1	0
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>5.512</b>	<b>4.979</b>

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷16	÷21
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	16	21
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014		2013	
	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	1	0	3	0
Markedsføringsomkostninger	0	0	3	7
Gebyrer til depotselskab	0	0	28	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	20	1
Øvrige omkostninger	6	1	3	5
Managementhonorar	62	0	35	0
Fast administrationshonorar	49	0	8	0
<b>I alt opdelte adm.omk.</b>	<b>117</b>	<b>1</b>	<b>100</b>	<b>13</b>
<b>I alt adm.omkostninger</b>		<b>119</b>		<b>113</b>

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	86	60
<b>I alt skat</b>	<b>86</b>	<b>60</b>

NOTE 7: TIL RÅDGIGHED FOR UDLODNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	1.037	831
Ikke refunderbar udbytteskat	÷86	÷60
Regulering vedr. udbytteskat m.v.	÷6	÷1
Kursgevinst til udlodning	1.038	993
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	119	113
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	195	158
Udlodning overført fra sidste år	0	6
<b>I alt til rådighed for udlodning, brutto</b>	<b>2.059</b>	<b>1.814</b>
Frivillig udlodning	0	14
<b>I alt til rådighed for udlodning, netto</b>	<b>2.059</b>	<b>1.828</b>

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	186.503	34.518	162.397	25.401
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷1.828		÷771
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		÷9		÷9
Emissioner i året	57.272	10.876	83.429	14.239
Indløsninger i året	÷39.724	÷7.287	÷59.323	÷10.025
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		35		46
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		÷195		÷158
Overført til udlodning fra sidste år		0		÷6
Overført til udlodning næste år		19		0
Foreslået udlodning		2.041		1.828
Overførsel af periodens resultat		4.480		3.973
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>204.051</b>	<b>42.650</b>	<b>186.503</b>	<b>34.518</b>

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
<b>Finansielle instrumenter i pct.</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,5	97,1
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>98,5</b>	<b>97,1</b>
Øvrige aktiver og passiver	1,5	2,9
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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.

## PP PENSION AKTIEALLOKERINGSFOND – ACCUMULATING KL

Investerer indeksbaseret globalt i børsnoterede aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Afdelingen udbydes i to andelsklasser:

- PP Pension Aktieallokeringsfond – Accumulating Class A
- PP Pension Aktieallokeringsfond – Accumulating Class 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.

## PP PENSION AKTIEALLOKERINGSFOND – ACCUMULATING KL

## RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	10.6.-31.12.2013 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>		
1 Renteindtægter	8	11
2 Udbytter	17.643	3.489
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>17.651</b>	<b>3.500</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab:</b>		
Kapitalandele	68.059	42.725
Valutakonti	249	1.532
Øvrige aktiver/passiver	9	÷ 1
4 Handelsomkostninger	÷ 150	÷ 767
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>68.167</b>	<b>43.488</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>85.818</b>	<b>46.988</b>
5 Administrationsomkostninger	3.001	1.127
<b>Resultat før skat</b>	<b>82.817</b>	<b>45.861</b>
6 Skat	993	347
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>81.824</b>	<b>45.514</b>
<b>Overført til formuen</b>	<b>81.824</b>	<b>45.514</b>

## BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler:</b>		
Indestående i depotselskab	2.021	2.526
<b>I alt likvide midler</b>	<b>2.021</b>	<b>2.526</b>
<b>Kapitalandele:</b>		
Not. aktier fra DK selskaber	31.878	22.663
Not. aktier fra udl. selskaber	586.054	477.324
Unot. kap.andele fra udl. selsk.	0	294
Inv-beviser i andre udl.		
inv- og specialforeninger	68.328	52.813
<b>I alt kapitalandele</b>	<b>686.260</b>	<b>553.094</b>
<b>Andre aktiver:</b>		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	398	351
Aktuelle skatteaktiver	92	3
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>490</b>	<b>354</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>688.772</b>	<b>555.975</b>
<b>PASSIVER</b>		
7 Medlemmernes formue	688.099	555.028
<b>Anden gæld:</b>		
Skyldige omkostninger	673	902
Mellemvær: vedr. handelsaf v.	0	45
<b>I alt anden gæld</b>	<b>673</b>	<b>947</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>688.772</b>	<b>555.975</b>

## NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	-	-	-	2013	2014
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	45.514	81.824
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	0,02	0,03
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	555.028	688.099

\* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

## PP PENSION AKTIEALLOKERINGSFOND – ACCUMULATING KL

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE  
(FORTSAT)

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	8	11
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>8</b>	<b>11</b>

NOTE 2: UDBYTTET I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	485	63
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	17.146	3.424
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	12	2
<b>I alt udbytter</b>	<b>17.643</b>	<b>3.489</b>

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	4.736	3.221
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	56.227	38.418
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	66	64
Inv-beviser i udenlandske inv- og specialforeninger	7.030	1.022
Valutakonti	249	1.532
Øvrige aktiver/passiver	9	+1
Handelsomkostninger	+150	+767
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>68.167</b>	<b>43.488</b>

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	+150	+767
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>+150</b>	<b>+767</b>

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	2.073	0	701	0
Gebyrer til depotselskab	135	0	62	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	528	0	231	9
Øvrige omkostninger	15	5	38	22
Fast administrationshonorar	245	0	59	0
<b>I alt opdelte adm.omk.</b>	<b>2.996</b>	<b>5</b>	<b>1.091</b>	<b>36</b>
<b>I alt adm.omkostninger</b>		<b>3.001</b>		<b>1.127</b>

Foreningens aftale med investeringsforvaltningselskabet er ændret i regnskabsåret hvorefter honorarer til revisorer m.m. indgår under »Fast administrationshonorar«. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det »Faste administrationshonorar« oplyses fra 2014 under fællesnoter. Fast administrationshonorar udgør pålignede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration.

NOTE 6: SKAT I 1.000 DKK	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	993	347
<b>I alt skat</b>	<b>993</b>	<b>347</b>

NOTE 7: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo		555.028		0
Emissioner i året		51.246		509.514
Overførsel af periodens resultat		81.824		45.514
<b>I alt medlemmernes formue</b>		<b>688.099</b>		<b>555.028</b>

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
<b>Finansielle instrumenter i pct.</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,7	99,6
Øvrige finansielle instrumenter	0,0	0,1
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>99,7</b>	<b>99,7</b>
Øvrige aktiver og passiver	0,3	0,3
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

## Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
Danske Bank	3.269	2.040

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

# PP PENSION AKTIEALLOK.FOND – ACCUMULATING CLASS A

Andelsklasse under PP Pension aktieallokeringsfond – Accumulating 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 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, 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 21,99 pct. målt i SEK, mens benchmark steg 22,52 pct. målt i SEK. Andelsklassens 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

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 var 0,53 procentpoint lavere end ændringen i benchmark, og der var således en tilfredsstillende overensstemmelse mellem andelsklassens 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 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.

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

## ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Juni 2013

Risikoindekator [1-7]: 5

Benchmark: 50% MSCI World, 20% SIX PRX, 20% VINXBCCAP og 10% MSCI EM inkl nettoudbytter

Fondskode: DK0060476455

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

## FORMUEFORDELING

Danske aktier	4,6%
Udenlandske akt.	95,0%
Øvrige inkl. likvide	0,4%

## NØGLETAL

Active share	20,75
--------------	-------



# PP PENSION AKTIEALLOK.FOND – ACCUMULATING CLASS A

Andelsklasse under PP Pension aktieallokeringsfond – Accumulating 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.)*	-	-	-	10,58	21,99
Benchmarkafkast i SEK (pct.)*	-	-	-	11,00	22,52
Indre værdi (SEK pr. andel)	-	-	-	110,58	134,89
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	25.651	47.965
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	0,74	0,71
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	319.595	418.806
Antal andele	-	-	-	3.428.553	3.949.614
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	10.6.-31.12.2013
Andel af resultat af fællesporteføljen	50.202	26.410
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	2.237	759
<b>Klassens resultat</b>	<b>47.965</b>	<b>25.651</b>
Finansielle instrumenter i pct	2014	2013
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Medlemmernes formue	2014	2013
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	319.595	0
Emissioner i året	51.246	293.944
Indløsninger i året	0	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	0	0
Overførsel af periodens resultat	47.965	25.651
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>418.806</b>	<b>319.595</b>
Antal andele		
Andele primo året	3.428.553	0
Emissioner i året	521.061	3.428.553
Indløsninger i året	0	0
<b>Andele ultimo året</b>	<b>3.949.614</b>	<b>3.428.553</b>

# PP PENSION AKTIEALLOK.FOND – ACCUMULATING CLASS I

Andelsklasse under PP Pension aktieallokeringsfond – Accumulating 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](http://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, 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 22,66 pct. målt i SEK, mens benchmark steg 22,52 pct. målt i SEK. Andelsklassens 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

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 nye markeder, Japan og Europa sig væsentligt dårligere.

## Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,14 procentpoint højere end ændringen i benchmark, og der var således en tilfredsstillende overensstemmelse mellem andelsklassens 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 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.

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

## ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Maj 2013

Risikoindeksator [1-7]: 5

Benchmark: 50% MSCI World, 20% SIX PRX, 20% VINXBCCAP og 10% MSCI EM inkl nettoudbytter

Fondskode: DK0060476372

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

## FORMUEFORDELING

Danske aktier	4,6%
Udenlandske akt.	95,0%
Øvrige inkl. likvide	0,4%

## NØGLETAL

Active share	20,75
--------------	-------

# PP PENSION AKTIEALLOK.FOND – ACCUMULATING CLASS I

Andelsklasse under PP Pension aktieallokeringsfond – Accumulating 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.)*	-	-	-	11,57	22,66
Benchmarkafkast i SEK (pct.)*	-	-	-	9,35	22,52
Indre værdi (SEK pr. andel)	-	-	-	111,57	136,84
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	19.863	33.859
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	0,20	0,15
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	235.433	269.292
Antal andele	-	-	-	2.503.347	2.503.347
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	30.5.-31.12.2013
Andel af resultat af fællesporteføljen	33.960	19.937
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	101	74
<b>Klassens resultat</b>	<b>33.859</b>	<b>19.863</b>
Finansielle instrumenter i pct	2014	2013
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Medlemmernes formue	2014	2013
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	235.433	0
Emissioner i året	0	215.570
Indløsninger i året	0	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	0	0
Overførsel af periodens resultat	33.859	19.863
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>269.292</b>	<b>235.433</b>
Antal andele		
Andele primo året	2.503.347	0
Emissioner i året	0	2.503.347
Indløsninger i året	0	0
<b>Andele ultimo året</b>	<b>2.503.347</b>	<b>2.503.347</b>

## US HIGH YIELD BONDS

Investorerer primært i amerikanske high yield-virksomhedsobligationer. 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](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

Afdelingen investerer i udenlandske high yield-virksomhedsobligationer, konvertible obligationer samt contingency obligationer d.v.s. obligationer med lav kreditkvalitet, primært udstedt i USD. 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 et negativt afkast på 1,70 pct., mens benchmark steg 2,68 pct. Afdelingens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. Det absolutte afkast 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

Amerikanske high yield-obligationer gav et afkast, der ligger tæt på kuponrenten i første halvår 2014. Lavere renter på amerikanske statsobligationer, lave misligholdelsesrater og en fortsat lempelig pengepolitik skabte positive rammer for rentemarkederne. Markedet for high yield-obligationer fik det imidlertid svært i andet halvår, hvor mange investorer søgte væk fra disse papirer. Kombineret med faldende råvarepriser lagde det et nedadgående pres på kurserne. Efter en periode i årets første halvdel, hvor der blev investeret flere penge i amerikanske high yield-obligationer, vendte situationen fuldstændigt i løbet af tredje kvartal, og det fortsatte i fjerde kvartal. Faktisk var der rekord mange investorer, der søgte væk fra high yield-obligationer i 2014.

Der var relativ robust udstedelsesaktivitet inden for high yield-obligationer i 2014, og misligholdelsesraten for high yield-obligationer er fortsat under det historiske gennemsnit.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 4,38 procentpoint lavere end ændringen i benchmark.

Effekten fra varighed, som er et udtryk for obligationernes renterisiko, gav et negativt bidrag til afdelingens relative resultat. Mens afdelingen overordnet har den samme renterisiko som benchmark, er den undervægtet obligationer med lang løbetid i forhold til benchmark. Denne undervægt havde en negativ effekt på afdelingens relative resultat i årets løb, da obligationer med lang løbetid og høj kvalitet klarede sig bedre, idet renterne på amerikanske statsobligationer faldt.

Renterne på amerikanske statsobligationer faldt som sagt i 2014, mens makroøkonomien slæbte sig afsted. Det medførte, at BB-obligationer, som er den mest rentefølsomme kreditkvalitetsgruppe, klarede sig bedre end B- og CCC-obligationer. Således klarede afdelingen sig dårligere end benchmark på grund af sin undervægt af BB- og overvægt af B- og CCC-obligationer. Den lave oliepris siden september har medført et omfattende og tilsyneladende vilkårligt frasalg inden for energi. Det har medført, at afdelingens store over-

### AFDELINGENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Juni 2009
Risikoindikator [1-7]: 4
Benchmark: Barclays US High Yield Ba B Cash Pay ex Financials Index - hedged DKK
Fondskode: DK0060178275
Porteføljerådgiver: DDJ Capital Management, LLC

### VARIGHEDER

0-1 år	4,4%
1-3 år	11,8%
3-5 år	63,1%
5-10 år	19,3%
Øvrige inkl. likvide	1,4%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	0,83
Standardafvigelse	7,17
Tracking error	2,00
Information Ratio	-0,79
Sharpe Ratio (benchm.)	1,24
Standardafvigelse (benchm.)	6,04

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

## US HIGH YIELD BONDS

vægt af positioner inden for energi trak mest ned i årets resultat. Afdelingen har en stor position i en udsteder inden for cyklisk forbrug, Caesar's, som klarede sig dårligt i 2014 og dermed trak resultatet ned. Caesar's er i det nye år kommet under rekonstruktionsbehandling. Omvendt var der positive bidrag fra de fleste af afdelingens øvrige sektorer, og ikke-cyklisk forbrug og teknologi var de sektorer, der bidrog mest til afkastet i 2014.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Afdelingens fokus på sektorer og kvalitet er en følgevirkning af vores fokus på enkeltpapirer. De særlige risici, der er forbundet med afdelingens eksponering, kan primært henføres til forventningerne og den finansielle styrke hos de udstedere, afdelingen investerer i. Afdelingen har dog nogle store overvægtspositioner i forhold til benchmarket, f.eks. udstedelser med CCC-kreditvurdering og obligationer inden for energisektoren for blot at nævne et par stykker. Som eksempler på større undervægtspositioner kan omvendt nævnes afdelingens vægtning af BB-obligationer og kommunikationssektoren. Disse afvigelser mht. vægtning er en følgevirkning af fokus på enkeltpapirer, men de udsætter ikke desto mindre afdelingen for en risiko for dårlige resultater i visse situationer.

Afdelingens investeringer i energisektoren afspejler fortsat de fordele, der blev identificeret, da obligationerne i første omgang blev købt. Det kraftige olieprisfald har imidlertid medført, at en stor del af branchen, herunder mange af afdelingens obligationer, handles til lave kurser. Fortsat lave oliepriser kan desuden medføre yderligere pres på kapitalstrukturen i udstedelser inden for energi, hvilket igen kan føre til en stigning i misligholdelsesraterne og i sidste ende udløse den næste runde af misligholdelser i markedet.

### Forventet markedsudvikling samt strategi

Investorerne fortsatte i andet halvår 2014 med at sælge ud af high yield-obligationer, og hvis det fortsætter, kan det lægge yderligere nedadgående pres på kursen på disse obligationer. Selvom markedet for nyudstedelser på det seneste har vist tegn på stress i perioder, hvor mange investorer har søgt væk fra high yield-obligationer og i perioder med faldende oliepriser, så bør det relativt begrænsede antal obligationer, der udløber i det kommende år, ikke lægge noget særligt

pres på det primære marked. Det forventes, at markedet for high yield-obligationer fortsat giver bedre muligheder for investorer på jagt efter afkast i forhold til andre alternativer på rentemarkederne, men et nøje papirvalg vil blive belønnet i 2015.

De amerikanske statsrenter er faldet støt siden starten af 2014, hvilket kom som en overraskelse for de fleste investorer, og der er fortsat kun moderat økonomisk aktivitet i USA. Stigende økonomisk aktivitet i USA i 2015 vil gavne udstedere af high yield-obligationer generelt, og selvom energisektoren vil få det svært, hvis den lave oliepris varer ved, bør økonomien som helhed få gavn af de lavere råvareomkostninger. Hvis de økonomiske betingelser bliver bedre, ventes det desuden, at den amerikanske centralbank (Fed) måske begynder at stramme pengepolitikken inden for de kommende tolv måneder. Dette synspunkt kommer i øjeblikket til udtryk på markedet for amerikanske statsobligationer, hvor renten på korte papirer er steget.

Det vurderes, at den bedste disposition under de nuværende markedsforhold er at investere en del af afdelingen rimelig konservativt. Efterhånden som kreditspændene kørte ud i andet halvår 2014, frasolgtes selektivt mere likvide og relativt sikre obligationer for at drage fordel af kursforskydninger, som har givet nye muligheder i markedet. Afdelingen er investeret i obligationer, der generelt rangerer forholdsvist højt i en udsteders kapitalstruktur og har kortere varighed. Afdelingen er fortsat eksponeret mod faldende renter, hvilket typisk er til fordel for længere high yield-obligationer med høj kvalitet, samt faldende oliepriser. Hvis renterne bunder ud og begynder at stige, og efterhånden som gevinsten ved den lavere oliepris begynder at få indvirkning på økonomien, vil afdelingen kunne nyde godt af den kortere varighed og den generelle bedring i de grundlæggende kreditforhold hos high yield-udstederne.

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.

## US HIGH YIELD BONDS

## RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>		
1 Renteindtægter	241.525	253.661
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>241.525</b>	<b>253.661</b>
<b>Kursgevinster og -tab:</b>		
2 Obligationer	201.753	÷204.927
Afledte finansielle instr:	+459.892	146.714
Valutakonti	11.540	29.461
Øvrige aktiver/passiver	÷170	÷2
3 Handelsomkostninger	÷159	÷319
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>÷246.929</b>	<b>÷29.073</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>+5.404</b>	<b>224.588</b>
4 Administrationsomkostninger	47.524	48.407
<b>Resultat før skat</b>	<b>÷52.927</b>	<b>176.181</b>
Skat	0	0
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>÷52.927</b>	<b>176.181</b>
<b>Formuebevægelser:</b>		
Udlodningsregulering	29.569	55.549
Overført fra sidste år	96	4.927
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>29.665</b>	<b>60.476</b>
<b>Til disposition</b>	<b>÷23.262</b>	<b>236.657</b>
5 Til rådighed for udlodning	÷159.012	319.974
Foreslået udlodning	0	319.878
Overført til udlodning næste år	÷159.012	96
<b>Overført til formuen</b>	<b>135.750</b>	<b>÷83.317</b>

## BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler:</b>		
Indestående i depotselskab	98.868	104.234
<b>I alt likvide midler</b>	<b>98.868</b>	<b>104.234</b>
<b>Obligationer:</b>		
Not. obl. fra udl. udstedere	2.915.516	3.349.950
Unoterede obligationer	36.896	0
<b>I alt obligationer</b>	<b>2.952.412</b>	<b>3.349.950</b>
<b>Afl. finansielle instr.:</b>		
Unot. afl. finansielle instr.	5.150	44.810
<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>5.150</b>	<b>44.810</b>
<b>Andre aktiver:</b>		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	55.572	55.926
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>55.572</b>	<b>55.926</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>3.112.002</b>	<b>3.554.920</b>
<b>PASSIVER</b>		
6 Medlemmernes formue	3.028.335	3.544.392
<b>Afledte finansielle instrumenter:</b>		
Unot. afl. finansielle instr.	60.385	0
<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>60.385</b>	<b>0</b>
<b>Anden gæld:</b>		
Skyldige omkostninger	1.595	10.528
Mellemvær: vedr. handelsaf v.	21.687	0
<b>I alt anden gæld</b>	<b>23.282</b>	<b>10.528</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>3.112.002</b>	<b>3.554.920</b>

## NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	13,43	3,32	15,61	4,14	÷1,70
Benchmarkafkast (pct.)	13,20	4,38	16,64	6,08	2,68
Indre værdi (DKK pr. andel)	12.662,74	11.587,28	12.466,26	11.966,90	10.733,33
Nettoresultat (t.DKK)	735.785	196.602	617.240	176.181	÷52.927
Udbytte (DKK pr. andel)	1.500,00	850,00	1.000,00	1.080,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,20	1,25	1,15	1,25	1,29
ÅOP	-	-	1,52	1,63	1,63
Omsætningshastighed (antal gange)	1,22	0,23	0,46	1,24	0,59
Medlemmernes formue (t.DKK)	9.199.303	4.396.711	4.356.546	3.544.392	3.028.335
Antal andele	726.486	379.443	349.467	296.183	282.143
Stykstørrelse i DKK	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000

## US HIGH YIELD BONDS

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE  
(FORTSAT)

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2014	2013
Indestående i depotselskab	2	2
Noterede obligationer fra danske udstedere	0	504
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	240.428	253.213
Unoterede obligationer	1.095	1
Andre renteindtægter	0	+59
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>241.525</b>	<b>253.661</b>

NOTE 2: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede obligationer fra danske udstedere	0	+5
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	202.000	+204.917
Unoterede obligationer	+247	+5
Terminsforsretninger/futures m.m.	+459.892	146.714
Valutakonti	11.540	29.461
Øvrige aktiver/passiver	+170	+2
Handelsomkostninger	+159	+319
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>+246.929</b>	<b>+29.073</b>

NOTE 3: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	+202	+445
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	43	126
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>+159</b>	<b>+319</b>

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	13
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	23
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	15
Markedsføringsomkostninger	0	0	11.070	438
Gebyrer til depotselskab	0	0	2.034	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	10.099	33
Øvrige omkostninger	343	122	1.416	134
Managementhonorar	42.343	0	22.377	0
Fast administrationshonorar	4.715	0	754	0
<b>I alt opdelte adm.omk.</b>	<b>47.402</b>	<b>122</b>	<b>47.750</b>	<b>657</b>
<b>I alt adm.omkostninger</b>	<b>47.524</b>	<b>47.524</b>	<b>48.407</b>	<b>48.407</b>

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 UDLØDNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	241.525	253.661
Kursgevinst til udlodning	+425.770	397.570
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	47.524	48.407
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	29.569	55.549
Fremførbare tab fra sidste år	0	+343.327
Udlodning overført fra sidste år	96	4.927
<b>I alt til rådighed for udlodning, brutto</b>	<b>+202.103</b>	<b>319.974</b>

Negativ rådighedsbeleb som ikke overføres til næste år	+43.092	0
<b>I alt til rådighed for udlodning, netto</b>	<b>+159.012</b>	<b>319.974</b>

NOTE 6: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	296.183	3.544.392	349.467	4.356.546
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		+319.878		+349.467
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		+15.575		21.004
Emissioner i året	46.576	539.355	116.881	1.350.090
Indløsninger i året	+60.616	+672.933	+170.165	+2.017.821
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		5.901		7.859
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		+29.569		+55.549
Overført til udlodning fra sidste år		+96		+4.927
Overført til udlodning næste år		+159.012		96
Foreslået udlodning		0		319.878
Overførsel af periodens resultat		135.750		+83.317
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>282.143</b>	<b>3.028.335</b>	<b>296.183</b>	<b>3.544.392</b>

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014		2013	
<b>Finansielle instrumenter i pct.</b>				
Børsnoterede finansielle instrumenter		65,1		55,3
§144a - Nyemitterede		31,2		39,2
Øvrige finansielle instrumenter		+0,6		1,3
<b>I alt finansielle instrumenter</b>		<b>95,7</b>		<b>95,8</b>
Øvrige aktiver og passiver		4,3		4,2
<b>I alt</b>		<b>100,0</b>		<b>100,0</b>

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.

## US HIGH YIELD BONDS – AKKUMULERENDE KL

Investerer primært i amerikanske high yield-virk-somhedsobligationer. Valutarisikoen er begrænset, da andelsklasserne valutaafdækkes mod deres udstedelsesvaluta. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingen udbydes i tre andelsklasser:

- US High Yield Bonds, klass SEK W h
- US High Yield Bonds, osuuslaji EUR W h
- US High Yield Bonds – Akkumulerende, klasse DKK W 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.



## US HIGH YIELD BONDS - AKKUMULERENDE KL

## RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	12.9.-31.12.2013 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>		
1 Renteindtægter	60.174	9.583
2 Renteudgifter	0	2
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>60.174</b>	<b>9.581</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab:</b>		
Obligationer	59.008	÷422
Afledte finansielle instr.	÷123.940	5.099
Valutakonti	÷9.117	3.630
Øvrige aktiver/passiver	÷48	0
4 Handelsomkostninger	÷102	÷2
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>÷74.200</b>	<b>8.307</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>÷14.026</b>	<b>17.888</b>
5 Administrationsomkostninger	12.208	2.066
<b>Resultat før skat</b>	<b>÷26.233</b>	<b>15.821</b>
Skat	0	0
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>÷26.233</b>	<b>15.821</b>
<b>Overført til formuen</b>	<b>÷26.233</b>	<b>15.821</b>

## BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler:</b>		
Indestående i depotselskab	74.894	20.635
<b>I alt likvide midler</b>	<b>74.894</b>	<b>20.635</b>
<b>Obligationer:</b>		
Not. obl. fra udl. udstedere	1.027.378	601.581
Unoterede obligationer	43.604	0
<b>I alt obligationer</b>	<b>1.070.982</b>	<b>601.581</b>
<b>Afl. finansielle instr.:</b>		
Unot. afl. finansielle instr.	1.491	8.049
<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>1.491</b>	<b>8.049</b>
<b>Andre aktiver:</b>		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	18.671	10.061
Mellemvær: vedr. handelsaf v.	1.717	0
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>20.388</b>	<b>10.061</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.167.756</b>	<b>640.326</b>
<b>PASSIVER</b>		
6 Medlemmernes formue	1.121.203	638.417
<b>Afledte finansielle instrumenter:</b>		
Unot. afl. finansielle instr.	37.828	0
<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>37.828</b>	<b>0</b>
<b>Anden gæld:</b>		
Skyldige omkostninger	676	1.908
Mellemvær: vedr. handelsaf v.	8.049	0
<b>I alt anden gæld</b>	<b>8.725</b>	<b>1.908</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>1.167.756</b>	<b>640.326</b>

## NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	-	-	-	2013	2014
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	15.821	÷26.233
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	0,04	0,63
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	638.417	1.121.203

\* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

## US HIGH YIELD BONDS – 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
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	59.481	9.578
Unoterede obligationer	693	0
Andre renteindtægter	0	5
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>60.174</b>	<b>9.583</b>

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2014	2013
Andre renteudgifter	0	2
<b>I alt renteudgifter</b>	<b>0</b>	<b>2</b>

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	58.293	÷ 422
Unoterede obligationer	715	0
Terminsforsretninger/futures m.m.	÷ 123.940	5.099
Vælutakonti	÷ 9.117	3.630
Øvrige aktiver/passiver	÷ 48	0
Handelsomkostninger	÷ 102	÷ 2
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>÷ 74.200</b>	<b>8.307</b>

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷ 153	÷ 33
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	51	32
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>÷ 102</b>	<b>÷ 2</b>

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	0	37
Gebyrer til depotselskab	0	0	66	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	0	3
Øvrige omkostninger	70	22	37	13
Managementhonorar	10.872	0	1.908	0
Fast administrationshonorar	1.244	0	0	0
I alt opdelte adm.omk.	12.186	22	2.011	56
<b>I alt adm.omkostninger</b>		<b>12.208</b>		<b>2.066</b>

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		638.417		0
Emissioner i året		527.605		622.590
Indløsninger i året		÷ 21.928		0
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		3.342		6
Overførsel af periodens resultat		÷ 26.233		15.821
<b>I alt medlemmernes formue</b>		<b>1.121.203</b>		<b>638.417</b>

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
<b>Finansielle instrumenter i pct.</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	57,7	53,8
§ 144a - Nyemitterede	33,9	40,4
Øvrige finansielle instrumenter	0,6	1,3
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>92,3</b>	<b>95,5</b>
Øvrige aktiver og passiver	7,7	4,5
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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.

# US HIGH YIELD BONDS, KLASS SEK W H

Andelsklasse under US High Yield Bonds - 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, konvertible obligationer samt contingency obligationer d.v.s. obligationer med lav kreditkvalitet, primært udstedt i USD. 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 risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

## Afkast og benchmark

Andelsklassen gav et positivt afkast på 0,55 pct. målt i SEK, mens benchmark steg 3,30 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. Det absolutte afkast 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

Amerikanske high yield-obligationer gav et afkast, der ligger tæt på kuponrenten i første halvår 2014. Lavere renter på amerikanske statsobligationer, lave misligholdelsesrater og en fortsat lempelig pengepolitik skabte positive rammer for rentemarkederne. Markedet for high yield-obligationer fik det imidlertid svært i andet halvår, hvor mange investorer søgte væk fra disse papirer. Kombineret med faldende råvarepriser lagde det et nedadgående pres på kurserne. Efter en periode i årets første halvdel, hvor der blev investeret flere penge i amerikanske high yield-obligationer, vendte situationen fuldstændigt i løbet af tredje kvartal, og det fortsatte i fjerde kvartal. Faktisk var der rekord mange investorer, der søgte væk fra high yield-obligationer i 2014.

Der var relativ robust udstedelsesaktivitet inden for high yield-obligationer i 2014, og misligholdelsesraten for high yield-obligationer er fortsat under det historiske gennemsnit.

## Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 2,75 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Effekten fra varighed, som er et udtryk for obligationernes renterisiko, gav et negativt bidrag til andelsklassens relative resultat. Mens andelsklassen overordnet har den samme renterisiko som benchmark, er den undervægtet obligationer med lang løbetid i forhold til benchmark. Denne undervægt havde en negativ effekt på andelsklassens relative resultat i årets løb, da obligationer med lang løbetid og høj kvalitet klarede sig bedre, idet renterne på amerikanske statsobligationer faldt.

Renterne på amerikanske statsobligationer faldt som sagt i 2014, mens makroøkonomien slæbte sig afsted. Det medførte, at BB-obligationer, som er den mest rentefølsomme kreditkvalitetsgruppe, klarede sig bedre end B- og CCC-obligationer. Således klarede andelsklassen sig dårligere end benchmark på grund af sin undervægt af BB- og overvægt af B- og CCC-obligationer. Den lave oliepris siden september har medført et omfattende og tilsyneladende vilkårligt frasalg

## ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: September 2013

Risikoindikator [1-7]: 4

Benchmark: Barclays US High Yield Ba B Cash Pay ex Financials Index - hedged SEK

Fondskode: DK0060507358

Porteføljerådgiver: DDJ Capital Management, LLC

## VARIGHEDER

0-1 år	6,9%
1-3 år	9,7%
3-5 år	59,1%
5-10 år	22,5%
Øvrige inkl. likvide	1,8%

## US HIGH YIELD BONDS, KLASSE SEK W H

Andelsklasse under US High Yield Bonds - Akkumulerende KL

inden for energi. Det har medført, at andelsklassens store overvægt af positioner inden for energi trak mest ned i årets resultat. Andelsklassen har en stor position i en udsteder inden for cyklisk forbrug, Ceasar's, som klarede sig dårligt i 2014 og dermed trak resultatet ned. Ceasar's er i det nye år kommet under rekonstruktionsbehandling. Omvendt var der positive bidrag fra de fleste af andelsklassens øvrige sektorer, og ikke-cyklisk forbrug og teknologi var de sektorer, der bidrog mest til afkastet i 2014.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Andelsklassens fokus på sektorer og kvalitet er en følgevirkning af vores fokus på enkeltpapirer. De særlige risici, der er forbundet med andelsklassens eksponering, kan primært henføres til forventningerne og den finansielle styrke hos de udstedere, andelsklassen investerer i. Andelsklassen har dog nogle store overvægtspositioner i forhold til benchmarket, f.eks. udstedelser med CCC-kreditvurdering og obligationer inden for energisektoren for blot at nævne et par stykker. Som eksempler på større undervægtspositioner kan omvendt nævnes andelsklassens vægtning af BB-obligationer og kommunikationssektoren. Disse afvigelser mht. vægtning er en følgevirkning af vores fokus på enkeltpapirer, men de udsætter ikke desto mindre andelsklassen for en risiko for dårlige resultater i visse situationer.

Andelsklassens investeringer i energisektoren afspejler fortsat de fordele, der blev identificeret, da positionerne første gang blev indgået. Det kraftige olieprisfald har imidlertid medført, at en stor del af branchen, herunder mange af andelsklassens obligationer, handles til lave kurser. Fortsat lave oliepriser kan desuden medføre yderligere pres på kapitalstrukturen i udstedelser inden for energi, hvilket igen kan føre til en stigning i misligholdelsesraterne og i sidste ende udløse den næste runde af misligholdelser i markedet.

### Forventet markedsudvikling samt strategi

Vi forudser mulige risici, som i sidste ende kan presse afkastet på high yield-obligationer ned. Investorerne fortsatte i andet halvår 2014 med at sælge ud af high yield-obligationer, og hvis det fortsætter, kan det lægge yderligere nedadgående pres på kursen på disse obligationer. Selvom markedet for nyudstedelser på det seneste har vist tegn på stress i perioder, hvor mange investorer har søgt væk fra high yield-obligationer og i perioder med faldende oliepriser,

så bør det relativt begrænsede antal obligationer, der udløber i det kommende år, ikke lægge noget særligt pres på det primære marked. Det forventes, at markedet for high yield-obligationer fortsat giver bedre muligheder for investorer på jagt efter afkast i forhold til andre alternativer på rentemarkederne, men et nøje papirvalg vil blive belønnet i 2015.

De amerikanske statsrenter er faldet støt siden starten af 2014, hvilket kom som en overraskelse for de fleste investorer, og der er fortsat kun moderat økonomisk aktivitet i USA. Stigende økonomisk aktivitet i USA i 2015 vil gavne udstedere af high yield-obligationer generelt, og selvom energisektoren vil få det svært, hvis den lave oliepris varer ved, bør økonomien som helhed få gavn af de lavere råvareomkostninger. Hvis de økonomiske betingelser bliver bedre, ventes det desuden, at den amerikanske centralbank (Fed) måske begynder at stramme pengepolitikken inden for de kommende tolv måneder. Dette synspunkt kommer i øjeblikket til udtryk på markedet for amerikanske statsobligationer, hvor renten på korte papirer er steget.

Det vurderes, at den bedste disposition under de nuværende markedsforhold er at investere en del af andelsklassen rimelig konservativt. Efterhånden som kreditspændene kørte ud i andet halvår 2014, frasolgte selektivt mere likvide og relativt sikre obligationer for at drage fordel af kursforskydninger, som har givet nye muligheder i markedet. Andelsklassen er investeret i obligationer, der generelt rangerer forholdsvist højt i en udsteders kapitalstruktur og har kortere varighed. Andelsklassen er fortsat eksponeret mod faldende renter, hvilket typisk er til fordel for længere high yield-obligationer med høj kvalitet, samt faldende oliepriser. Hvis renterne bundler ud og begynder at stige, og efterhånden som gevinsten ved den lavere oliepris begynder at få indvirkning på økonomien, vil andelsklassen kunne nyde godt af den kortere varighed og den generelle bedring i de grundlæggende kreditforhold hos high yield-udstederne.

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.

# US HIGH YIELD BONDS, KLASS SEK W H

Andelsklasse under US High Yield Bonds - 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.)*	-	-	-	2,98	0,55
Benchmarkafkast i SEK (pct.)*	-	-	-	3,60	3,30
Indre værdi (SEK pr. andel)	-	-	-	102,98	103,56
Nettoresultat (t. DKK)*	-	-	-	136	÷15.500
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	1,28	1,30
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	27.780	204.927
Antal andele	-	-	-	320.000	2.517.398
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	12.9.-31.12.2013
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷6.862	842
Klassespecifikke transaktioner:		
Terminsforetninger	÷7.500	÷620
Administrationsomkostninger	1.137	86
<b>Klassens resultat</b>	<b>÷15.500</b>	<b>136</b>
Finansielle instrumenter i pct	2014	2013
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Medlemmernes formue	2014	2013
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	27.780	0
Emissioner i året	191.412	27.646
Indløsninger i året	0	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	1.234	÷1
Overførsel af periodens resultat	÷15.500	136
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>204.927</b>	<b>27.780</b>
Antal andele		
Andele primo året	320.000	0
Emissioner i året	2.197.398	320.000
Indløsninger i året	0	0
<b>Andele ultimo året</b>	<b>2.517.398</b>	<b>320.000</b>

# US HIGH YIELD BONDS, OSUUSLAJI EUR W H

Andelsklasse under US High Yield Bonds - 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, konvertible obligationer samt contingency obligationer d.v.s. obligationer med lav kreditkvalitet, primært udstedt i USD. 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 risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

## Afkast og benchmark

Andelsklassen gav et negativt afkast på 0,07 pct. målt i EUR, mens benchmark steg 2,86 pct. målt i EUR.

Andelsklassens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. Det absolutte afkast var lavere end forventet, da renterne steg, og kredittspændene, 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

Amerikanske high yield-obligationer gav et afkast, der ligger tæt på kuponrenten i første halvår 2014. Lavere renter på amerikanske statsobligationer, lave misligholdelsesrater og en fortsat lempelig pengepolitik skabte positive rammer for rentemarkederne. Markedet for high yield-obligationer fik det imidlertid svært i andet halvår, hvor mange investorer søgte væk fra disse papirer. Kombineret med faldende råvarepriser lagde det et nedadgående pres på kurserne. Efter en periode i årets første halvdel, hvor der blev investeret flere penge i amerikanske high yield-obligationer, vendte situationen fuldstændigt i løbet af tredje kvartal, og det fortsatte i fjerde kvartal. Faktisk var der rekord mange investorer, der søgte væk fra high yield-obligationer i 2014. Der var relativ robust udstedelsesaktivitet inden for high yield-obligationer i 2014, og misligholdelsesraten for high yield-obligationer er fortsat under det historiske gennemsnit.

## Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 2,93 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Effekten fra varighed, som er et udtryk for obligationernes renterisiko, gav et negativt bidrag til andelsklassens relative resultat. Mens andelsklassen overordnet har den samme renterisiko som benchmark, er den undervægtet obligationer med lang løbetid i forhold til benchmark. Denne undervægt havde en negativ effekt på andelsklassens relative resultat i årets løb, da obligationer med lang løbetid og høj kvalitet klarede sig bedre, idet renterne på amerikanske statsobligationer faldt.

Renterne på amerikanske statsobligationer faldt som sagt i 2014, mens makroøkonomien slæbte sig afsted. Det medførte, at BB-obligationer, som er den mest rentefølsomme kreditkvalitetsgruppe, klarede sig bedre end B- og CCC-obligationer. Således klarede andelsklassen sig dårligere end benchmark på grund af sin undervægt af BB- og overvægt af B- og CCC-obligationer. Den lave oliepris siden september har medført et omfattende og tilsyneladende vilkårligt frasalg inden for energi. Det har medført, at andelsklassens store overvægt af positioner inden for energi trak mest ned i årets

## ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: September 2013
Risikoindikator [1-7]: 4
Benchmark: Barclays US High Yield Ba B Cash Pay ex Financials Index - hedged EUR
Fondskode: DK0060507275
Porteføljerådgiver: DDJ Capital Management, LLC

## VARIGHEDER

0-1 år	6,8%
1-3 år	9,5%
3-5 år	57,8%
5-10 år	22,0%
Øvrige inkl. likvide	3,9%

## US HIGH YIELD BONDS, OSUUSLAJI EUR W H

Andelsklasse under US High Yield Bonds - Akkumulerende KL

resultat. Andelsklassen har en stor position i en udsteder inden for cyklisk forbrug, Ceasar's, som klarede sig dårligt i 2014 og dermed trak resultatet ned. Ceasar's er i det nye år kommet under rekonstruktionsbehandling. Omvendt var der positive bidrag fra de fleste af andelsklassens øvrige sektorer, og ikke-cyklisk forbrug og teknologi var de sektorer, der bidrog mest til afkastet i 2014.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Andelsklassens fokus på sektorer og kvalitet er en følgevirkning af vores fokus på enkeltpapirer. De særlige risici, der er forbundet med andelsklassens eksponering, kan primært henføres til forventningerne og den finansielle styrke hos de udstedere, andelsklassen investerer i. Andelsklassen har dog nogle store overvægtspositioner i forhold til benchmarket, f.eks. udstedelser med CCC-kreditvurdering og obligationer inden for energisektoren for blot at nævne et par stykker. Som eksempler på større undervægtspositioner kan omvendt nævnes andelsklassens vægtning af BB-obligationer og kommunikationssektoren. Disse afvigelser mht. vægtning er en følgevirkning af vores fokus på enkeltpapirer, men de udsætter ikke desto mindre andelsklassen for en risiko for dårlige resultater i visse situationer.

Andelsklassens investeringer i energisektoren afspejler fortsat de fordele, der blev identificeret, da positionerne første gang blev indgået. Det kraftige olieprisfald har imidlertid medført, at en stor del af branchen, herunder mange af andelsklassens obligationer, handles til lave kurser. Fortsat lave oliepriser kan desuden medføre yderligere pres på kapitalstrukturen i udstedelser inden for energi, hvilket igen kan føre til en stigning i misligholdelsesraterne og i sidste ende udløse den næste runde af misligholdelser i markedet.

### Forventet markedsudvikling samt strategi

Vi forudser mulige risici, som i sidste ende kan presse afkastet på high yield-obligationer ned. Investorerne fortsatte i andet halvår 2014 med at sælge ud af high yield-obligationer, og hvis det fortsætter, kan det lægge yderligere nedadgående pres på kursen på disse obligationer. Selvom markedet for nyudstedelser på det seneste har vist tegn på stress i perioder, hvor mange investorer har søgt væk fra high yield-obligationer og i perioder med faldende oliepriser, så bør det relativt begrænsede antal obligationer, der udlø-

ber i det kommende år, ikke lægge noget særligt pres på det primære marked. Det forventes, at markedet for high yield-obligationer fortsat giver bedre muligheder for investorer på jagt efter afkast i forhold til andre alternativer på rentemarkederne, men et nøje papirvalg vil blive belønnet i 2015.

De amerikanske statsrenter er faldet støt siden starten af 2014, hvilket kom som en overraskelse for de fleste investorer, og der er fortsat kun moderat økonomisk aktivitet i USA. Stigende økonomisk aktivitet i USA i 2015 vil gavne udstedere af high yield-obligationer generelt, og selvom energisektoren vil få det svært, hvis den lave oliepris varer ved, bør økonomien som helhed få gavn af de lavere råvareomkostninger. Hvis de økonomiske betingelser bliver bedre, ventes det desuden, at den amerikanske centralbank (Fed) måske begynder at stramme pengepolitikken inden for de kommende tolv måneder. Dette synspunkt kommer i øjeblikket til udtryk på markedet for amerikanske statsobligationer, hvor renten på korte papirer er steget.

Det vurderes, at den bedste disposition under de nuværende markedsforhold er at investere en del af andelsklassen rimelig konservativt. Efterhånden som kreditspændene kørte ud i andet halvår 2014, frasolgtes selektivt mere likvide og relativt sikre obligationer for at drage fordel af kursforskydninger, som har givet nye muligheder i markedet. Andelsklassen er investeret i obligationer, der generelt rangerer forholdsvist højt i en udsteders kapitalstruktur og har kortere varighed. Andelsklassen er fortsat eksponeret mod faldende renter, hvilket typisk er til fordel for længere high yield-obligationer med høj kvalitet, samt faldende oliepriser. Hvis renterne bundler ud og begynder at stige, og efterhånden som gevinsten ved den lavere oliepris begynder at få indvirkning på økonomien, vil andelsklassen kunne nyde godt af den kortere varighed og den generelle bedring i de grundlæggende kreditforhold hos high yield-udstederne.

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.

# US HIGH YIELD BONDS, OSUUSLAJI EUR W H

Andelsklasse under US High Yield Bonds - 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.)*	-	-	-	2,73	÷0,07
Benchmarkafkast i EUR (pct.)*	-	-	-	3,34	2,86
Indre værdi (EUR pr. andel)	-	-	-	10,27	10,27
Nettoresultat (t. DKK)*	-	-	-	1.037	÷5.478
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	1,28	1,30
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	38.321	257.302
Antal andele	-	-	-	500.000	3.365.759
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	12.9.-31.12.2013
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷2.208	1.119
Klassenspecifikke transaktioner:		
Terminforretninger	÷177	39
Administrationsomkostninger	3.093	122
<b>Klassens resultat</b>	<b>÷5.478</b>	<b>1.037</b>
Finansielle instrumenter i pct	2014	2013
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Medlemmernes formue	2014	2013
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	38.321	0
Emissioner i året	244.787	37.286
Indløsninger i året	÷21.831	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	1.504	÷2
Overførsel af periodens resultat	÷5.478	1.037
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>257.302</b>	<b>38.321</b>
Antal andele		
Andele primo året	500.000	0
Emissioner i året	3.140.338	500.000
Indløsninger i året	÷274.578	0
<b>Andele ultimo året</b>	<b>3.365.759</b>	<b>500.000</b>



# US HIGH YIELD BONDS - AKKUMULERENDE, KLASSE DKK W

Andelsklasse under US High Yield Bonds - 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, konvertible obligationer samt contingency obligationer d.v.s. obligationer med lav kreditkvalitet, primært udstedt i USD. 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 risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 4 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

## Afkast og benchmark

Andelsklassen gav et negativt afkast på 0,23 pct., mens benchmark steg 2,68 pct. Andelsklassens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. Det absolutte afkast 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 detail-sektorerne.

## Markedet

Amerikanske high yield-obligationer gav et afkast, der ligger tæt på kuponrenten i første halvår 2014. Lavere renter på amerikanske statsobligationer, lave misligholdelsesrater og en fortsat lempelig pengepolitik skabte positive rammer for rentemarkederne. Markedet for high yield-obligationer fik det imidlertid svært i andet halvår, hvor mange investorer søgte væk fra disse papirer. Kombineret med faldende råvarepriser lagde det et nedadgående pres på kurserne. Efter en periode i årets første halvdel, hvor der blev investeret flere penge i amerikanske high yield-obligationer, vendte situationen fuldstændigt i løbet af tredje kvartal, og det fortsatte i fjerde kvartal. Faktisk var der rekord mange investorer, der søgte væk fra high yield-obligationer i 2014.

Der var relativ robust udstedelsesaktivitet inden for high yield-obligationer i 2014, og misligholdelsesraten for high yield-obligationer er fortsat under det historiske gennemsnit.

## Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 2,91 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Effekten fra varighed, som er et udtryk for obligationernes renterisiko, gav et negativt bidrag til andelsklassens relative resultat. Mens andelsklassen overordnet har den samme renterisiko som benchmark, er den undervægtet obligationer med lang løbetid i forhold til benchmark. Denne undervægt havde en negativ effekt på andelsklassens relative resultat i årets løb, da obligationer med lang løbetid og høj kvalitet klarede sig bedre, idet renterne på amerikanske statsobligationer faldt.

Renterne på amerikanske statsobligationer faldt som sagt i 2014, mens makroøkonomien slæbte sig afsted. Det medførte, at BB-obligationer, som er den mest rentefølsomme kreditkvalitetsgruppe, klarede sig bedre end B- og CCC-obligationer. Således klarede andelsklassen sig dårligere end benchmark på grund af sin undervægt af BB- og overvægt af B- og CCC-obligationer. Den lave oliepris siden september har medført et omfattende og tilsyneladende vilkårligt frasalg inden for energi. Det har medført, at andelsklassens store

## ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: September 2013

Risikoindikator [1-7]: 4

Benchmark: Barclays US High Yield Ba B Cash Pay ex Financials Index - hedged DKK

Fondskode: DK0060507192

Porteføljerådgiver: DDJ Capital Management, LLC

## VARIGHEDER

0-1 år	6,8%
1-3 år	9,5%
3-5 år	57,9%
5-10 år	22,0%
Øvrige inkl. likvide	3,8%

## US HIGH YIELD BONDS – AKKUMULERENDE, KLASSE DKK W

Andelsklasse under US High Yield Bonds – Akkumulerende KL

overvægt af positioner inden for energi trak mest ned i årets resultat. Andelsklassen har en stor position i en udsteder inden for cyklisk forbrug, Ceasar's, som klarede sig dårligt i 2014 og dermed trak resultatet ned. Ceasar's er i det nye år kommet under rekonstruktionsbehandling. Omvendt var der positive bidrag fra de fleste af andelsklassens øvrige sektorer, og ikke-cyklisk forbrug og teknologi var de sektorer, der bidrog mest til afkastet i 2014.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Andelsklassens fokus på sektorer og kvalitet er en følgevirkning af vores fokus på enkeltpapirer. De særlige risici, der er forbundet med andelsklassens eksponering, kan primært henføres til forventningerne og den finansielle styrke hos de udstedere, andelsklassen investerer i. Andelsklassen har dog nogle store overvægtspositioner i forhold til benchmarket, f.eks. udstedelser med CCC-kreditvurdering og obligationer inden for energisektoren for blot at nævne et par stykker. Som eksempler på større undervægtspositioner kan omvendt nævnes andelsklassens vægtning af BB-obligationer og kommunikationssektoren. Disse afvigelser mht. vægtning er en følgevirkning af vores fokus på enkeltpapirer, men de udsætter ikke desto mindre andelsklassen for en risiko for dårlige resultater i visse situationer.

Andelsklassens investeringer i energisektoren afspejler fortsat de fordele, der blev identificeret, da positionerne første gang blev indgået. Det kraftige olieprisfald har imidlertid medført, at en stor del af branchen, herunder mange af andelsklassens obligationer, handles til lave kurser. Fortsat lave oliepriser kan desuden medføre yderligere pres på kapitalstrukturen i udstedelser inden for energi, hvilket igen kan føre til en stigning i misligholdelsesraterne og i sidste ende udløse den næste runde af misligholdelser i markedet.

### Forventet markedsudvikling samt strategi

Vi forudser mulige risici, som i sidste ende kan presse afkastet på high yield-obligationer ned. Investorerne fortsatte i andet halvår 2014 med at sælge ud af high yield-obligationer, og hvis det fortsætter, kan det lægge yderligere nedadgående pres på kursen på disse obligationer. Selvom markedet for nyudstedelser på det seneste har vist tegn på stress i perioder, hvor mange investorer har søgt væk fra high yield-obligationer og i perioder med faldende oliepriser, så bør det relativt begrænsede antal obligationer, der udlø-

ber i det kommende år, ikke lægge noget særligt pres på det primære marked. Det forventes, at markedet for high yield-obligationer fortsat giver bedre muligheder for investorer på jagt efter afkast i forhold til andre alternativer på rentemarkederne, men et nøje papirvalg vil blive belønnet i 2015.

De amerikanske statsrenter er faldet støt siden starten af 2014, hvilket kom som en overraskelse for de fleste investorer, og der er fortsat kun moderat økonomisk aktivitet i USA. Stigende økonomisk aktivitet i USA i 2015 vil gavne udstedere af high yield-obligationer generelt, og selvom energisektoren vil få det svært, hvis den lave oliepris varer ved, bør økonomien som helhed få gavn af de lavere råvareomkostninger. Hvis de økonomiske betingelser bliver bedre, ventes det desuden, at den amerikanske centralbank (Fed) måske begynder at stramme pengepolitikken inden for de kommende tolv måneder. Dette synspunkt kommer i øjeblikket til udtryk på markedet for amerikanske statsobligationer, hvor renten på korte papirer er steget.

Det vurderes, at den bedste disposition under de nuværende markedsforhold er at investere en del af andelsklassen rimelig konservativt. Efterhånden som kreditspændene kørte ud i andet halvår 2014, frasolgtes selektivt mere likvide og relativt sikre obligationer for at drage fordel af kursforskydninger, som har givet nye muligheder i markedet. Andelsklassen er investeret i obligationer, der generelt rangerer forholdsvist højt i en udsteders kapitalstruktur og har kortere varighed. Andelsklassen er fortsat eksponeret mod faldende renter, hvilket typisk er til fordel for længere high yield-obligationer med høj kvalitet, samt faldende oliepriser. Hvis renterne bundler ud og begynder at stige, og efterhånden som gevinsten ved den lavere oliepris begynder at få indvirkning på økonomien, vil andelsklassen kunne nyde godt af den kortere varighed og den generelle bedring i de grundlæggende kreditforhold hos high yield-udstederne.

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.

# US HIGH YIELD BONDS – AKKUMULERENDE, KLASSE DKK W

Andelsklasse under US High Yield Bonds – 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.)*	-	-	-	2,65	÷0,23
Benchmarkafkast (pct.)*	-	-	-	3,26	2,68
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	102,65	102,42
Nettoresultat (t. DKK)*	-	-	-	14.648	÷5.256
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	1,28	1,29
ÅOP	-	-	-	1,61	1,63
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	572.316	658.974
Antal andele	-	-	-	5.575.150	6.434.244
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	12.9.-31.12.2013
Andel af resultat af fællesporteføljen	2.659	16.442
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	7.915	1.794
<b>Klassens resultat</b>	<b>÷5.256</b>	<b>14.648</b>
Finansielle instrumenter i pct	2014	2013
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Medlemmernes formue	2014	2013
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	572.316	0
Emissioner i året	91.407	557.659
Indløsninger i året	÷97	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	603	9
Overførsel af periodens resultat	÷5.256	14.648
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>658.974</b>	<b>572.316</b>
Antal andele		
Andele primo året	5.575.150	0
Emissioner i året	860.044	5.575.150
Indløsninger i året	÷950	0
<b>Andele ultimo året</b>	<b>6.434.244</b>	<b>5.575.150</b>

## USA

Investerer i amerikanske 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](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

Da afdelingen investerer i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i, eller som har hovedaktivitet i, eller som er noteret på børser markedspladser i USA, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til amerikanske 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, 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 23,53 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 (Fed) 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 afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 4,56 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Afdelingen er sammensat af flere strategier. En del af afdelingen forvaltes af en US Mid Cap manager - 300 North Capital. Deres performance var negativ og ikke tilfredsstillende - dels overfor Mid Cap benchmarket og dels overfor afdelingens benchmark. Denne del af porteføljen investerer i Mid Cap-vækstaktier.

En anden del af afdelingen følger en value-strategi (dvs. aktier med relativ lav prisfastsættelse). Denne del af porteføljen har i 2014 givet et tilfredsstillende afkast. Den del af porteføljen består bl.a. af aktier, som vi forventer over tid vil give et højere afkast end markedet som helhed. Det er især aktier udstedt af mindre virksomheder, aktier som er særligt billigt prisfastsat og aktier med mindre udsving end markedet som helhed. Afkastet var i perioden lidt mindre end markedet som helhed.

En yderligere del af porteføljen var investeret i en portefølje af aktier indenfor it-sektoren. Afkastet på denne del af porte-

### AFDELINGENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: September 2009
Risikoindeks [1-7]: 6
Benchmark: MSCI USA inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0060186294
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### BRANCHEFORDELING

Informationsteknologi	29,5%
Forbrugsgoder	14,6%
Sundhedspleje	12,8%
Industri	12,2%
Finans	11,8%
Øvrige inkl. likvide	19,1%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,42
Standardafvigelse	9,93
Tracking error	1,89
Information Ratio	-1,32
Sharpe Ratio (benchm.)	1,75
Standardafvigelse (benchm.)	9,49
Active share	45,86

Måleperiode: Dec. 2009 til dec. 2014

## USA

følgen var lidt højere end afdelingens benchmark. Endeligt var en del af afdelingen investeret efter en strategi, som følger markedsudviklingen tæt.

### 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 fortsat en risiko for en hård landing for kinesisk økonomi, hvilket kan påvirke resten af verden økonomisk. Markedet forventer, at den 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.

Afdelingen har en eksponering mod mindre selskaber og selskaber, som forventes at have større kursudsving end markedet som helhed.

### 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

Sammensætningen af afdelingen i flere strategier sker ud fra et ønske og forventning om, at disse strategier passer godt til hinanden, og at de giver afdelingen en samlet profil, som vil bidrage til god performance samtidig med, at strategiernes karakteristika samlet set giver en afbalanceret risikoprofil for afdelingen.

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
<b>Renter og udbytter:</b>		
1 Renteindtægter	0	+96
2 Renteudgifter	1	0
3 Udbytter	62.731	70.347
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>62.730</b>	<b>70.251</b>
<b>Kursgevinster og -tab:</b>		
Kapitalandele	657.791	624.814
Valutakonti	8.482	10.027
Øvrige aktiver/passiver	111	÷17
5 Handelsomkostninger	÷1.116	÷1.529
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>665.268</b>	<b>633.295</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>727.998</b>	<b>703.546</b>
6 Administrationsomkostninger	40.660	34.741
<b>Resultat før skat</b>	<b>687.338</b>	<b>668.805</b>
7 Skat	7.427	7.956
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>679.911</b>	<b>660.850</b>
<b>Formuebevægelser:</b>		
Udlodningsregulering	44.436	÷27.358
Overført fra sidste år	0	5.380
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>44.436</b>	<b>÷21.978</b>
<b>Til disposition</b>	<b>724.347</b>	<b>638.871</b>
8 Til rådighed for udlodning	363.021	455.746
Foreslået udlodning	361.160	455.746
Overført til udlodning næste år	1.861	0
<b>Overført til formuen</b>	<b>361.326</b>	<b>183.125</b>

## BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler:</b>		
Indestående i depotselskab	23.379	25.596
<b>I alt likvide midler</b>	<b>23.379</b>	<b>25.596</b>
<b>Kapitalandele:</b>		
Not. aktier fra udl. selskaber	3.917.973	2.846.762
Unot. kap.andele fra udl. selsk.	0	1.220
<b>I alt kapitalandele</b>	<b>3.917.973</b>	<b>2.847.982</b>
<b>Andre aktiver:</b>		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	3.159	2.480
Mellemvær: vedr. handelsaf v.	0	14
Aktuelle skatteaktiver	256	226
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>3.414</b>	<b>2.720</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>3.944.766</b>	<b>2.876.298</b>
<b>PASSIVER</b>		
9 Medlemmernes formue	3.942.267	2.868.081
<b>Anden gæld:</b>		
Skyldige omkostninger	2.499	8.214
Mellemvær: vedr. handelsaf v.	0	3
<b>I alt anden gæld</b>	<b>2.499</b>	<b>8.217</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>3.944.766</b>	<b>2.876.298</b>

## NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	23,64	÷1,79	10,39	25,96	23,53
Benchmarkafkast (pct.)	22,93	4,47	14,00	26,09	28,09
Indre værdi (DKK pr. andel)	133,84	119,72	132,17	151,67	157,18
Nettoresultat (t.DKK)	487.886	÷212.168	264.371	660.850	679.911
Udbytte (DKK pr. andel)	11,50	0,00	13,00	24,10	14,40
Administrationsomkostninger (pct.)	1,28	1,27	1,17	1,22	1,29
ÅOP	1,57	1,56	1,41	1,56	1,57
Omsætningshastighed (antal gange)	0,39	0,48	0,62	0,88	0,36
Medlemmernes formue (t.DKK)	3.632.421	2.774.864	3.047.050	2.868.081	3.942.267
Antal andele	27.139.415	23.177.418	23.054.778	18.910.622	25.080.582
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	÷96
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>0</b>	<b>÷96</b>

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2014	2013
Andre renteudgifter	1	0
<b>I alt renteudgifter</b>	<b>1</b>	<b>0</b>

NOTE 3: UDBYTTER I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	62.723	70.338
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	8	9
<b>I alt udbytter</b>	<b>62.731</b>	<b>70.347</b>

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra danske selskaber	0	743
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	657.791	623.766
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	0	305
Valutakonti	8.482	10.027
Øvrige aktiver/passiver	111	÷17
Handelsomkostninger	÷1.116	÷1.529
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>665.268</b>	<b>633.295</b>

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷2.030	÷2.148
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	914	618
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>÷1.116</b>	<b>÷1.529</b>

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	20
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	17
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	11
Markedsføringsomkostninger	0	0	10.766	672
Gebyrer til depotselskab	0	0	1.463	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	4.246	51
Øvrige omkostninger	280	99	216	186
Managementhonorar	36.225	0	16.553	0
Fast administrationshonorar	4.056	0	539	0
I alt opdelte adm.omk.	40.561	99	33.783	958
<b>I alt adm.omkostninger</b>	<b>40.561</b>	<b>99</b>	<b>33.783</b>	<b>958</b>

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 udsklift 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	7.427	7.956
<b>I alt skat</b>	<b>7.427</b>	<b>7.956</b>

NOTE 8: TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING I 1.000 DKK	2014	2013
Renter og udbytter	62.730	70.251
Ikke refunderbar udbytteskat	÷7.427	÷7.956
Regulering vedr. udbytteskat m.v.	÷68	÷37
Kursgevinst til udlodning	304.010	449.381
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	40.660	34.741
Udlodningsregulering		
Udmission/indløsning	44.436	÷27.358
Fremførbare tab fra sidste år	0	0
Udlodning overført fra sidste år	0	5.380
<b>I alt til rådighed for udlodning, brutto</b>	<b>363.021</b>	<b>454.920</b>
Frivillig udlodning	0	826
<b>I alt til rådighed for udlodning, netto</b>	<b>363.021</b>	<b>455.746</b>

NOTE 9: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	18.910.622	2.868.081	23.054.778	3.047.050
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷455.746		÷299.712
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		2.265		56.480
Emissioner i året	11.048.374	1.543.464	3.685.962	505.478
Indløsninger i året	÷4.878.414	÷698.383	÷7.830.118	÷1.104.233
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		2.676		2.168
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		÷44.436		27.358
Overført til udlodning fra sidste år		0		÷5.380
Overført til udlodning næste år		1.861		7
Foreslået udlodning		361.160		455.746
Overførsel af periodens resultat		361.326		183.125
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>25.080.582</b>	<b>3.942.267</b>	<b>18.910.622</b>	<b>2.868.081</b>

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
<b>Finansielle instrumenter i pct.</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,4	99,3
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>99,4</b>	<b>99,3</b>
Øvrige aktiver og passiver	0,6	0,7
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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 LOW VOLATILITY – ACCUMULATING KL

Investorerer i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i, eller som har hovedaktivitet i USA. Porteføljen sammensættes med henblik på at opnå en lavere risiko end markedsrisikoen. 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](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

Da afdelingen investerer i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller som har hovedaktivitet i USA, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til amerikanske 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, 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 10,93 pct. målt i USD. Afdelingen har intet benchmark, men det opnåede afkast er mindre tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen for det amerikanske aktiemarked, som steg 12,69 pct. målt i USD. Afdelingen har mere end ind-

friet 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 [Fed] 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

Afdelingen har ikke et benchmark, men afdelingens afkast var 1,76 procentpoint lavere end markedsudviklingen. Strategien i afdelingen er først og fremmest at minimere afkastudsvingene og give et stabilt afkast. Dette betyder, at afdelingen har en lav andel i aktier, som traditionelt er kendetegnet ved store forventede kursudsving. I et stærk stigende marked som 2014 bevirker afdelingens strategi derfor, at det er svært at skabe et afkast på niveau med marked.

Afdelingens defensive strategi medførte i 2014 en høj andel i forsyning og en lav andel i energi sammenholdt med det sammenlignelige marked. Den høje andel i forsyning og lave

### ANDELSKLASSENS PROFIL

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Juli 2008
Risikoindeksator [1-7]: 5
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060143485
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### BRANCHEFORDELING

Finans	20,1%
Informationsteknologi	15,6%
Konsumentvarer	14,2%
Sundhedspleje	13,4%
Industri	8,7%
Øvrige inkl. likvide	28,0%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,23
Standardafvigelse	9,39



## USA LOW VOLATILITY – ACCUMULATING KL

andel i energi bidrog positivt til afdelingens resultat, mens en lav andel i it bidrog negativt. Det var primært aktieudvælgelsen indenfor sektorerne it og finans, der var årsag til det mindre tilfredsstillende relative afkast. Blandt de positive selskabsbidrag var Kinder Morgan Management, Avago Technologies Ltd og Eli Lilly and Company. Blandt de negative selskabsbidrag var i forhold til det sammenlignelige marked undervægt i Apple og overvægt i Discovery Communications.

### 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 fortsat en risiko for en hård landing for kinesisk økonomi, hvilket kan påvirke resten af verden økonomisk. Markedet forventer, at 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.

### 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 som følge af dens strategi en lav andel af aktier med store kursudsving, og det forventes at fortsætte i 2015. Afdelingen vil tilstræbe at afspejle det amerikanske investeringsunivers samtidigt med at risikoen minimeres mest muligt. Der forventes dog at være afvigelser på sektorniveau sammenholdt med det amerikanske marked. Årsagen er, at der er store forskelle i selskabernes karakteristika. En del af strategien er at udnytte disse forskelle, så risikoen og kursudsving minimeres. Det afspejler sig i afdelingens aktievalg og sammensætning. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end markedet. Den defensive investeringsstrategi forventes at medføre, at afdelingen stiger mindre end det europæiske marked, når dette stiger – og omvendt, at afdelingen falder mindre, når det amerikanske marked falder.

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 markedet. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end markedet – 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 LOW VOLATILITY – ACCUMULATING KL

## RESULTATOPGØRELSE

	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK	1.1.-31.12.2013 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>		
1 Udbytter	2.596	3.180
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>2.596</b>	<b>3.180</b>
<b>Kursgevinster og -tab:</b>		
2 Kapitalandele	22.559	16.996
Valutakonti	225	167
Øvrige aktiver/passiver	4	0
3 Handelsomkostninger	÷23	÷33
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>22.765</b>	<b>17.131</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>25.360</b>	<b>20.311</b>
4 Administrationsomkostninger	1.227	1.319
<b>Resultat før skat</b>	<b>24.134</b>	<b>18.992</b>
5 Skat	323	363
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>23.810</b>	<b>18.629</b>
<b>Overført til formuen</b>	<b>23.810</b>	<b>18.629</b>

## BALANCE

	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler:</b>		
Indestående i depotselskab	1.087	1.127
<b>I alt likvide midler</b>	<b>1.087</b>	<b>1.127</b>
<b>Kapitalandele:</b>		
Not. aktier fra udl. selskaber	113.947	90.273
<b>I alt kapitalandele</b>	<b>113.947</b>	<b>90.273</b>
<b>Andre aktiver:</b>		
Tilg.hav. renter; udbytter m.m.	154	110
Aktuelle skatteaktiver	2	2
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>157</b>	<b>112</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>115.191</b>	<b>91.511</b>
<b>PASSIVER</b>		
6 Medlemmernes formue	115.121	91.235
<b>Anden gæld:</b>		
Skyldige omkostninger	69	277
<b>I alt anden gæld</b>	<b>69</b>	<b>277</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>115.191</b>	<b>91.511</b>

## NOTER TIL RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

NØGLETAL	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast i USD (pct.)	12,01	9,05	9,05	24,45	10,93
Indre værdi (USD pr. andel)	106,82	116,49	127,03	158,08	175,36
Nettoresultat (t.DKK)	84.853	5.594	9.232	18.629	23.810
Administrationsomkostninger (pct.)	1,39	1,48	1,25	1,25	1,25
ÅOP	1,43	1,57	1,31	1,32	1,31
Omsætningshastighed (antal gange)	0,02	0,41	0,14	0,27	0,23
Medlemmernes formue (t.DKK)	93.050	83.707	110.158	91.235	115.121
Antal andele	156.817	125.509	153.238	106.598	106.681
Stykstørrelse i USD	100	100	100	100	100

## USA LOW VOLATILITY – ACCUMULATING 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: UDBYTTET I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	2.596	3.180
<b>I alt udbytter</b>	<b>2.596</b>	<b>3.180</b>

NOTE 2: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2014	2013
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	22.559	16.996
Valutakonti	225	167
Øvrige aktiver/passiver	4	0
Handelsomkostninger	÷23	÷33
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>22.765</b>	<b>17.131</b>

NOTE 3: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2014	2013
Bruttohandelsomkostninger	÷23	÷54
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	21
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>÷23</b>	<b>÷33</b>

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
Markedsføringsomkostninger	0	0	416	25
Gebyrer til depotselskab	0	0	66	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	0	0	191	2
Øvrige omkostninger	11	3	8	10
Managementhonorar	1.086	0	581	0
Fast administrationshonorar	127	0	19	0
<b>I alt opdelte adm.omk.</b>	<b>1.223</b>	<b>3</b>	<b>1.281</b>	<b>38</b>
<b>I alt adm.omkostninger</b>		<b>1.227</b>		<b>1.319</b>

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: SKAT I 1.000 DKK	2014	2013
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	323	363
<b>I alt skat</b>	<b>323</b>	<b>363</b>

NOTE 6: MEDLEMMERNES FORMUE	2014		2013	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	106.598	91.235	153.238	110.158
Emissioner i året	83	76	0	0
Indløsninger i året	0	0	÷46.640	÷37.584
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		0		32
Overførsel af periodens resultat		23.810		18.629
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>106.681</b>	<b>115.121</b>	<b>106.598</b>	<b>91.235</b>

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2014	2013
<b>Finansielle instrumenter i pct.</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,0	98,9
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>99,0</b>	<b>98,9</b>
Øvrige aktiver og passiver	1,0	1,1
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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 samlede 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 investerings-

beviser«. 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 skatkam-merbeviser,
- 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 værdiansættelsesteknik, 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 udbytter« bestående af udbytter deklareret før balancedagen med afregning efter balancedagen.
- »Mellemværende vedrørende handelsafvikling« bestående af værdien af provenuet 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 provenuet 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:  

$$\left( \frac{\text{Indre værdi ultimo året} + \text{Geninvesteret udlodning}}{\text{Indre værdi primo året}} - 1 \right) \times 100.$$

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  $\left( \frac{\text{Værdi af køb} + \text{Værdi ved salg}}{2} \right) / \text{Medlemmernes gennemsnitlige formue}.$

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 »(Værdi af køb + Værdi ved salg)/2« svarer til handel som følge af porteføljepåse. 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

Afdelingsnavn		Stk størrelse i kr.	Forslået udbytte i kr. pr. stk.	Kapitalindkomst i kr. pr. stk.	Aktieindkomst i kr. pr. stk.	Skattefri indkomst i kr. pr. stk.
Aktier		100	5,50	0,00	5,50	0,00
AlmenBolig Mellemlange Obligationer	a conto	100	0,90	0,90	0,00	0,00
AlmenBolig Mellemlange Obligationer	restudbytte	100	1,00	0,77	0,00	0,23
Danske Obligationer Absolut - a conto		100	1,10	1,10	0,00	0,00
Danske Obligationer Absolut - restudbytte		100	1,20	1,20	0,00	0,00
Danske Obligationer Absolut - Lav Risiko	a conto	100	0,90	0,90	0,00	0,00
Danske Obligationer Absolut - Lav Risiko	restudbytte	100	1,00	1,00	0,00	0,00
Danske Obligationer Allokering		100	1,40	1,40	0,00	0,00
Emerging Markets		10.000	1.880,00	0,00	1.880,00	0,00
Euro Investment Grade Corporate Bonds Restricted		10.000	1.130,00	1.130,00	0,00	0,00
Europe Focus		10.000	0,00	-	-	-
Flexinvest Aktier		100	0,00	-	-	-
Flexinvest Danske Obligationer		100	2,50	2,45	0,00	0,05
Flexinvest Fonde	a conto	100	1,10	1,10	0,00	0,00
Flexinvest Fonde	restudbytte	100	1,00	1,00	0,00	0,00
Flexinvest Korte Obligationer		100	0,70	0,70	0,00	0,00
Flexinvest Lange Obligationer	a conto	100	1,10	1,10	0,00	0,00
Flexinvest Lange Obligationer	restudbytte	100	2,60	2,54	0,00	0,06
Flexinvest Udenlandske Obligationer		100	0,00	-	-	-
Global		100	0,00	-	-	-
Global Equity Solution		100	13,10	0,00	13,10	0,00
Global Restricted		100	4,80	0,00	4,80	0,00
Kommuner 4	a conto	100	1,00	1,00	0,00	0,00
Kommuner 4	restudbytte	100	2,30	1,28	0,00	1,02
Kommuner Europæiske Obligationer	a conto	100	1,50	1,50	0,00	0,00
Kommuner Europæiske Obligationer	restudbytte	100	3,10	2,88	0,00	0,22
<b>Online Danske Obligationer Indeks</b>		<b>100</b>	<b>3,00</b>	<b>3,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Online Global Indeks</b>		<b>100</b>	<b>10,00</b>	<b>0,00</b>	<b>10,00</b>	<b>0,00</b>
<b>US High Yield Bonds</b>		<b>10.000</b>	<b>0,00</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>USA</b>		<b>100</b>	<b>14,40</b>	<b>0,00</b>	<b>14,40</b>	<b>0,00</b>

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, da udbytte først udbetales i 2015.



## Honorarer

### REVISIONSHONORAR

Foreningens samlede udgift til revision i 1.000 DKK	2014	2013
Revisionshonorar, Ernst & Young (2014)/KPMG (2013)	406	351
Erklæringsopgaver med sikkerhed, Ernst & Young (2014)/KPMG (2013)	11	225
Honorar for andre ydelser, Ernst & Young (2014)/KPMG (2013)	592	2.714
Det samlede honorar for arbejdet i foreningen til Ernst & Young	1.009	3.290

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	529	402

## 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 [danskeinvest.com](http://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 porteføljeforvaltningsaftaler med et antal porteføljeforvaltere. I tilknytning hertil yder Danske Capital birådgivning vedrørende bl.a. udvælgelse og regelmæssig evaluering af porteføljeforvalterne.



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 kurtag hos brokere, skatter, udenlandske omkostninger, afviklingsgebyrer og lign.

Tilsvarende vilkår gælder ved andre porteføljerådgiveres/-forvalteres gennemførelse af værdipapirhandler.

Handelsomkostningerne – kurtag 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«.

## BILAG

## FINANSKALENDER 2015

12. marts 2015	Bestyrelsen behandler årsrapporten for 2014, som efter følgende offentliggøres.
21. april 2015	Ordinær generalforsamling
27. august 2015	Halvårsmeddelelse udsendes

Herudover udsender Danske Invest et nyhedsbrev.

På [www.danskeinvest.dk](http://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		
C	C		
D	-	Betalingsstandsning/misligholdt	

## FORENINGENS BENCHMARK 2014

Benchmark	Beskrivelse
Barclays Capital Euro Major indeks [A1/A+ til Baa3/BBB-], ex. Tobacco and Weapon	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 med en løbetid på min. 1 år med fast kupon. Må ikke indeholde obligationer med aktielignende features, indekserede obligationer eller private placements. Dernæst må indekset ikke inkludere virksomheder, som handler med våben og tobak.
Barclays Capital US High Yield Ba/B Cash Pay ex. Financials Index	Barclays Capital US High Yield Index dækker fast forrentede udstedelser i USD med en rating på Ba/B 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 en 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 eller senior lån til finansielle virksomheder.
Danske Capitals danske obligationsindeks for brutto beskattede investorer, varighed på 5 år	En kombination af de største obligationsserier indenfor danske statsobligationer, realkreditobligationer samt real-kreditrelaterede rentegarantilån (capped floaters). Sammensætningen afspejler det typiske investeringsunivers ved en konstant varighed på 5 år, idet der tages højde for både markedsværdi og likviditet.
Danske Capitals danske obligationsindeks for brutto beskattede investorer, varighed på 3 år	En kombination af de største obligationsserier indenfor danske statsobligationer, realkreditobligationer samt real-kreditrelaterede rentegarantilån (capped floaters). Sammensætningen afspejler det typiske investeringsunivers ved en konstant varighed på 3 år, idet der tages højde for både markedsværdi og likviditet.
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 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 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 USA Index inkl. nettoudbytte	Aktier i USA. De enkelte aktier vægter i indekset med deres free float-justerede markedsværdi.
MSCI World Index inkl. udbytte	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 og Østrig. De enkelte aktier vægter i indekset med deres free float-justerede markedsværdi.

## Sådan læser du afdelingernes regnskaber

Her gives en kort forklaring på de forskellige dele af afdelingernes regnskaber, som findes fra side 38 til 195 i årsrapporten.

### Afdelingens profil

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

### Risikoklassifikation

Risikoklassifikation måles med risikoindekset fra dokumentet central investorinformation.

### 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 risikoindekset 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. Risikoindekset tager ikke højde for pludseligt indtrufne begivenheder, som eksempelvis devalueringer, politiske indgreb og pludselige udsving i valutaer.

### Nøgletal for risiko

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

### Tabell 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 investorernes 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.



Danske Invest

Danske Invest Select  
Parallelvej 17  
2800 Kgs. Lyngby  
Tlf. 33 33 71 71  
[www.danskeinvest.dk](http://www.danskeinvest.dk)  
[danskeinvest@danskeinvest.com](mailto:danskeinvest@danskeinvest.com)