

Årsrapport 2015

Investeringsforeningen
Danske Invest Select

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 Holse
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
onsdag den 20. april 2016
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 forskellige typer af værdipapirer og følger forskellige strategier – ofte påvirkes af mange af de samme forhold. Eksempelvis kan udsving i den globale vækst påvirke afkast og risiko i alle afdelinger.

Derfor har vi valgt at beskrive den overordnede markedsudvikling, jf. afsnittet »Investeringsmarkederne

i 2015« 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

- 2 Læsevejledning

Foreningens ledelsesberetning

- 4 Investeringsforeningen Danske Invest i 2015
- 8 Afkast og udbytter
- 12 Investeringsmarkederne i 2015
Evaluering af forventningerne til 2016
- 18 Overordnede forventninger til investerings-
markederne i 2016
- 21 Udsagn om forventninger
- 22 Politik for samfundsansvar
- 24 Risici samt risikostyring
- 30 Omkostninger
- 33 Fund governance
- 33 Bestyrelse og direktion
- 34 Oversigt over bestyrelsens og direktionens
øvrige hverv

Påtegninger

- 36 Ledelsespåtegning
- 37 Den uafhængige revisors erklæringer

Regnskaber

- 39 Oversigt over afdelinger og tilhørende
andelsklasser
- 40 Afdelingernes ledelsesberetninger og
årsregnskaber

Fælles noter

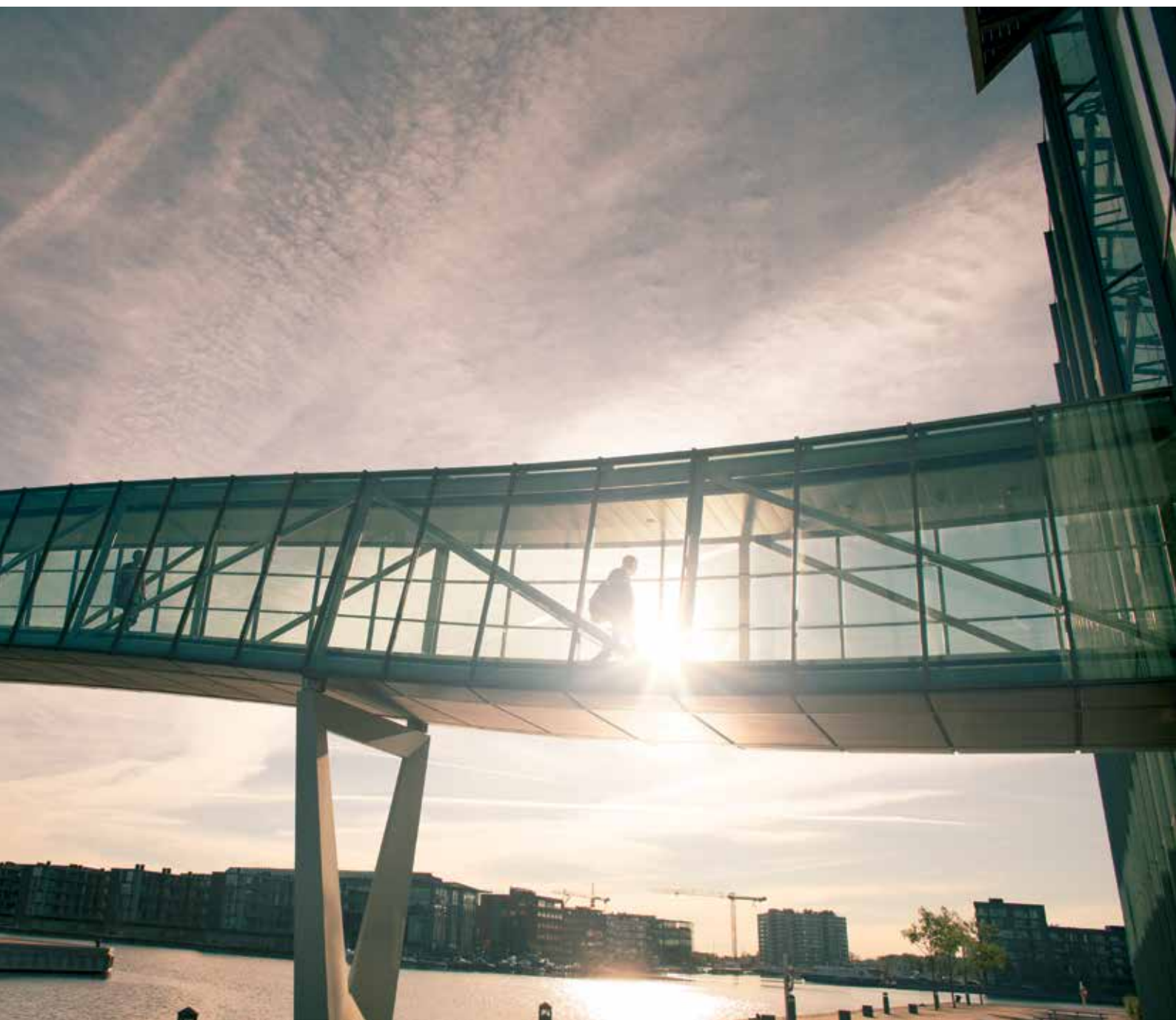
- 237 Anvendt regnskabspraksis
- 241 Oversigt over udbytternes skattemæssige
fordeling
- 242 Foreningens væsentligste aftaler
- 243 Revisionshonorarer
- 243 Bestyrelshonorarer

Bilag

- 244 Finanskalender 2016
- 244 Valutakoder
- 244 Kreditvurderingsbureauernes rating-skala
- 245 Sådan læser du afdelingernes regnskaber

Investeringsforeningen Danske Invest Select i 2015

Foreningens ledelsesberetning



I Investeringsforeningen Danske Invest Select fortsætter vi arbejdet med løbende at udvikle og tilpasse foreningens produktpalette i forhold til vores investorerers behov, interesser og ønsker. Derfor introducerede vi i 2015 flere nye investeringsmuligheder, ligesom vi gennemførte en navneændring på en eksisterende afdeling. Vi har desuden ændret vores omkostningsstruktur for at gøre den mere enkel for vores investorer, og vi sænkede omkostningerne på flere danske obligatonsafdelinger for at imødekomme den ekstraordinære rente- og valutasituation med de lave renter på danske statsobligationer i 2015.

Nye afdelinger

Den 26. maj 2015 blev afdelingen Flexinvest Forvaltning Korte Obligationer introduceret. Afdelingen investerer i alle obligationstyper uanset deres kreditvurdering og valuta.

Den 9. juni 2015 introducerede vi afdelingen Norske Aktier Restricted - Akkumulerende KL, der investerer i aktier i selskaber, som er hjemmehørende eller har deres hovedaktivitet i Norge. Afdelingen udbydes i en andelsklasse, der hedder Norske Aksjer Insitusjon Restricted, klasse NOK I.

Den 14. september 2015 introducerede vi afdelingen Euro - Accumulating KL, der investerer i obligationer, som er denomineret i EUR og har en restløbetid på maksimalt 12 måneder. Afdelingen udbydes i en andelsklasse, der hedder Euro, klass SEK Y.

Den 14. september 2015 introducerede vi afdelingen US Dollar - Accumulating KL, der investerer i obligationer denomineret i USD og med en restløbetid på maksimalt 12 måneder. Afdelingen udbydes i en andelsklasse, der hedder US Dollar, klass SEK Y.

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 som eksempelvis udstedelsesvaluta.

Europa Højt Udbytte Restricted - Akkumulerende KL blev introduceret den 16. september 2015. Afdelingen investerer fortrinsvis i aktier, der bliver handlet på markedspladser i Europa, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har deres hovedaktivitet i Europa. En mindre del af formuen kan investeres i selskaber, der grænser op til Europa. Afdelingen udbydes i en andelsklasse, der hedder Europe High Dividend Restricted, klasse NOK I.

Nye andelsklasser

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

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

Nye afdelinger og andelsklasser

Ny afdeling	Ny andelsklasse	Dato for introduktion
FX - Accumulating KL	FX, klass SEK W FX, osuuslaji EUR W	5. februar 2015
Flexinvest Forvaltning Korte Obligationer		26. maj 2015
Norske Aktier Restricted - Akkumulerende KL	Norske Aksjer Institusjon Restricted, klasse NOK I	9. juni 2015
Euro - Accumulating KL	Euro, klass SEK Y	14. september 2015
Europa Højt Udbytte Restricted - Akkumulerende KL	Europe High Dividend Restricted, klasse NOK I	16. september 2015
US Dollar - Accumulating KL	US Dollar, klass SEK Y	14. september 2015

DKK, EUR, SEK og NOK angiver valuta, som andelsklassen er udstedt i. Bogstavet "I" angiver, at andelsklassen retter sig mod institutionelle investorer.

Den 5. februar 2015 introducerede Investeringsforeningen Danske Invest Select andelsklasserne FX, klass SEK W, der henvender sig til det svenske marked, og klassen FX, osuuslaji EUR W, som primært henvender sig til det finske marked. De nye klasser er under afdelingen FX – Accumulating KL, der investerer i obligationer, som er udstedt i DKK eller EUR samt valutaterminskontrakter inden for G10-valutaerne (EUR, USD, GBP, CHF, JPY, SEK, NOK, AUD, NZD og CAD)

Du kan se vores nye afdelinger og andelsklasser i tabellen på side 5: Læs mere om alle vores afdelinger og andelsklasser på www.danskeinvest.dk og under beretningen for hver enkelt afdeling bagerst i denne rapport.

Justering af strategier mv.

På forårets generalforsamling blev det vedtaget at ændre investeringsområdet for afdelingen Flexinvest Korte Obligationer, således at afdelingen også har mulighed for at investere i obligationer og lignende, der ikke er denomineret i danske kroner.

På samme generalforsamling blev det også vedtaget at ændre i vedtægterne for afdelingen Global Restricted, således at afdelingen ikke længere er begrænset til at investere ud fra en investeringsstil, som har fokus på forventningerne til den enkelte akties afkast.

Ændringerne blev godkendt af Finanstilsynet og gennemført 1. juli 2015.

Navneændring

På generalforsamlingen i foråret 2015 blev det vedtaget, at afdelingen GLOBAL ESG – Accumulating KL skiftede navn til Global StockPicking Restricted – Accumulating KL.

Ændringen blev godkendt af Finanstilsynet og gennemført den 1. juli 2015.

Midlertidig prisnedsættelse i flere obligationsafdelinger

I første halvår af 2015 var renterne på danske statsobligationer fortsat historisk lave og for denne type obligationer med kort varighed ligefrem negative.

På baggrund af den ekstraordinære rente- og valuta-situation havde Danske Invest en dialog med Danske Bank og blev enige om at nedsætte administrationsomkostninger og emissionsudgifterne midlertidigt på en række afdelinger med danske korte obligationer.

I Investeringsforeningen Danske Invest Select vedrører ændringerne afdelinger, som ses i tabellen på side 6.

Ny omkostningsstruktur i Danske Invest Select

Bestyrelsen i Investeringsforeningen Danske Invest Select blev i 2015 enige med Danske Bank om en forenkling af omkostningsstrukturen. Det betyder, at fra og med den 1. juli 2015 er tegningsprovisionen helt fjernet fra samtlige af Danske Invest Selects afdelinger, mens managementhonoraret er blevet forhøjet i en række udvalgte afdelinger. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning og rådgivning ydet af danske og udenlandske samarbejdspartnere på investeringsområdet samt formidling af andele gennem Danske Bank og andre distributører i ind- og udland.

Med ændringen har vi fået en mere enkel struktur for omkostningerne i foreningen, og samtidig er den enkelte investors omkostninger ved at omlægge sin portefølje faldet. Ændringen betyder, at det er blevet billigere for investorerne at ændre i sammensætningen af investeringsbeviser.

Årets strukturændring og prisnedsættelse skal ses som et led i vores løbende udvikling af produktudbudet, der skal være konkurrencedygtigt på både pris, kvalitet, udvalg, information og rådgivning. Ændringerne ligger således i tråd med Danske Invests ambitioner om at høre til blandt den tredjedel af investeringsforeningerne i Danmark, der har de laveste omkostninger.

Adm.omkostninger pro anno

	1/1-31/3 2015	1/4-31/12 2015
AlmenBolig Mellemlange Obligationer	0,36 %	0,26 %
Danske Obligationer Allokering – Akk., klasse DKK w h	0,55 %	0,20 %
Danske Obligationer Allokering	0,55 %	0,20 %
Flexinvest Danske Obligationer	0,78 %	0,55 %
Flexinvest Korte Obligationer	0,61 %	0,20 %

Se vores ordbog

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

Tilsvarende ændringer er også sket for afdelingerne i Investeringsforeningen Danske Invest. Samlet set for de to foreninger er der tale om lavere omkostninger for investorerne, og den årlige omkostning i procent (ÅOP) falder i gennemsnit med 0,10 pct. med virkning fra 1. juli 2015.

Videnressourcer

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

Tilbagesøgning af udbytteskat:

Danske Invest har gennem nogle år arbejdet med at tilbagesøge udbytteskatten, som visse lande tilbageholder, når der bliver udbetalt udbytte fra selskaber hjemmehørende i de pågældende lande. Det har ført til et positivt resultat i Norge, Polen, Finland, Frankrig, Sverige, Spanien og Belgien. Herudover arbejder vi på at tilbagesøge udbytteskat fra Holland og Tyskland, men det er endnu ikke afklaret om og i hvilket omfang, der kommer udbytteskat tilbage fra disse lande.

Om Active Share

Målet for samtlige afdelinger, der følger en aktiv investeringsstrategi, er at opnå et afkast, der er højere end afkastet på det respektive benchmark, mens målet for afdelinger, som følger en passiv investeringsstrategi, er, at investeringerne er sammensat, så de følger udviklingen i et udvalgt indeks.

Active Share

Active Share er et mål for, hvor stor en andel af porteføljen, der ikke er sammenfaldende med det udvalgte benchmark. Dette nøgletal viser et øjebliksbillede på statusdagen.

Tracking Error

Tracking error er et matematisk udtryk for variationen i forskellen på afkastet mellem en afdeling og dens benchmark.

Bestyrelsen for Investeringsforeningen Danske Invest Select følger løbende op på, at alle afdelinger med en aktiv investeringsstrategi faktisk er aktive. Investeringsforeningen Danske Invest Select har 3 afdelinger, som er under 3 år gamle og har en Active Share under 50. Afdelingerne Global Equity Solution og Global Equity Solution 2 - Akkumulerende er aktivt styret, men har en Active Share under 50. Afdelingernes omkostninger er tilpasset afdelingernes lavere aktivitetsniveau, således at afdelingerne kan opfylde deres målsætning om at opnå et afkast, der er højere end afkastet på benchmark. Afdelingen Norske Aktier Restricted - Akkumulerende KL er aktivt styret, men har en Active Share under 50 på grund af et "smalt" benchmark. Årets afkast i forhold til benchmark viser, at afdelingen har tilstrækkelig aktivitet til at kunne opfylde sin målsætning om at opnå et afkast, der er højere end afkastet på benchmark. Der er således ikke noget ønske om at ændre strategierne i afdelingerne.

Aktieudlån

I løbet af 2015 har foreningen udvidet antallet af afdelinger, der kan deltage i udlån af aktier. Dette er sket med henblik på at øge de enkelte afdelingers afkast. Udlånene er gennemført inden for den vedtagne aktieudlåns politik, der bl.a. indebærer, at sikkerhedsstillelsens markedsværdi til enhver tid mindst udgør markedsværdien af de aktier, som er udlånt. Det er samtidigt et krav, at sikkerhedsstillelsen er likvid og af høj kvalitet. I praksis er risikoen ved udlån derfor meget begrænset. Al udlån er sket med Danske Bank som modpart. Indtjeningen fremgår af noterne til resultatopgørelse og balance i de enkelte afdelingers ledelsesberetning og årsregnskab.

Formueudvikling

Formuen i foreningen steg fra 96.101 mio. kr. ultimo 2014 til 110.266 mio. kr. ultimo 2015. Der blev netto solgt beviser i foreningen for 13.354 mio. kr., årets resultat blev 2.594 mio. kr., og der blev i 2015 udbetalt udbytter for 1.783 mio. kr.

Foreningen er en del af Danske Invest-gruppen, der samlet pr. 31. december 2015 forvaltede en formue på 441,5 mia. kr. Danske Invest-gruppen er defineret som de foreninger, der har den samme bestyrelse som Investeringsforeningen Danske Invest Select.

Afkast og udbytter

I 2015 varierede afkastene i Danske Invest Selects afdelinger fra 15,84 pct. i den norske klasse Global Equity Solution, klasse NOK W under afdelingen Global Equity Solution - Akkumulerende KL til et negativt afkast på 10,04 pct. i afdelingen US High Yield Bonds.

Obligationsafdelingerne

Obligationsmarkederne oplevede overordnet set svagt stigende renter, og hovedparten af obligationsafdelingerne leverede negative afkast i 2015, selvom nogle få afdelinger gav lave positive afkast.

Det var et svært år for globale - og især amerikanske - virksomhedsobligationer med lav kreditkvalitet (High Yield), hvilket blandt andet skyldes, at olieprisen faldt meget gennem 2015, og olie- og energirelaterede virksomheder udgør en betydelig del af det amerikanske marked for high yield-obligationer. Det betød også, at afdelingen US High Yield Bonds leverede et negativt afkast på 10,04 pct.

Årets højeste afkast i Danske Invest Selects obligationsafdelinger leverede Danske Obligationer Absolut - Lav Risiko, som gav et afkast i 2015 på 0,34 pct.

Aktieafdelingerne

Det globale aktiemarked gav et afkast på 9,00 pct. i 2015, men der var store forskelle regionerne imellem.

Af de større aktiemarkeder endte de japanske aktier i front med et afkast på 22,32 pct. De japanske aktier nød i 2015 godt af flere politiske tiltag såsom, at de børsnoterede virksomheder skulle øge deres fokus på at skabe værdi for deres investorer. Verdens største aktiemarked, det amerikanske, sluttede året med et afkast på 12,40 målt i danske kroner. USD blev i 2015 styrket over for både danske kroner, norske kroner, svenske kroner og euro. Afdelingen USA leverede et afkast på 8,84 pct.

De europæiske aktier leverede et afkast på 8,46 pct. Blandt vores europæiske aktieafdelinger leverede Europe Focus et afkast på 14,23 pct.

I Danske Invest Selects aktieafdelinger varierer afkastet fra 15,84 pct. i den norske klasse Global Equity Solution, klasse NOK W under afdelingen Global Equity Solution - Akkumulerende KL til et negativt afkast på

5,88 pct. i den finske klasse GEM, osuuslaji EUR W under afdelingen GEM Akkumulerende KL.

Udbytterne

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der for 2015 bliver udbetalt udbytter for 5.950 mio. kroner mod 1.996 mio. kroner for 2014. Udbytterne bliver beregnet i henhold til reglerne i skattelovgivningen og skal godkendes på generalforsamlingen den 20. april 2016.

I obligationsafdelingerne forventes årets højeste udbytte at blive udbetalt i afdelingen Euro Investment Grade Corporate Bonds Restricted, hvor der er foreslået et udbytte på 7,40 pct. Det laveste udbytte forventes at blive udbetalt i afdelingen Danske Obligationer Allokering på 0,70 pct., mens afdelingen US High Yield Bonds ikke udbetaler udbytte.

Der bliver udbetalt et 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 bliver udbetalt skattefrit udbytte i obligationsafdelinger bortset fra resterende gevinster fra beholdningen af danske obligationer, der er købt før 27. januar 2010.

I aktieafdelingerne varierer de forventede udbytter fra 68,60 pct. (svarende til 44,9 pct. af formuen) i afdelingen Europa Focus til 18,70 pct. i afdelingen Global Equity Solution. Afdeling Global 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 negative udlodningsbeløb fra tidligere år fratrækkes i afdelingens udlodningspligtige indtægter, herunder udbytter.

Skatteregler påvirker ikke den enkelte afdelings samlede afkast, men kun udbyttet, der skal udloddes.



Afdelingernes historiske afkast

Afdeling	3 år	5 år	Afdeling	3 år	5 år
AlmenBolig Mellemlange Obligationer	3,07	11,30	Flexinvest Udenlandske Obligationer	1,31	19,62
Danske Obligationer Absolut	3,76	13,29	Global	52,75	70,54
Danske Obl. Absolut - Lav Risiko	2,81	9,90	Global StockPicking Restr. - Acc. KL	5,97	21,01
Emerging Markets	÷6,32	7,82	Global Equity Solution	40,42	52,55
Euro Investment Grade Corp. Bonds Restricted	9,94	26,99	Global Restricted	48,73	60,36
Europe Focus	24,54	46,30	Kommuner 4	4,63	14,80
Europe Low Volatility - Acc. KL	45,97	61,84	Kommuner Europæiske Obligationer	7,74	22,30
FX - Akkumulerende, klasse EUR w	÷10,13	÷4,19	Online Danske Obligationer Indeks	4,70	18,09
Flexinvest Aktier	50,12	63,85	Online Global Indeks	58,54	78,83
Flexinvest Danske Obligationer	5,54	17,83	US High Yield Bonds	÷7,92	9,99
Flexinvest Fonde	2,87	10,37	USA	69,36	83,62
Flexinvest Korte Obligationer	0,23	5,65	USA Low Volatility - Accumulating KL	39,92	66,39
Flexinvest Lange Obligationer	7,05	24,68			

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

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.

Alle afkast er angivet i danske kroner; med mindre andet specifikt er angivet.



Afkast frem til 14. marts 2016

Afdeling/Andelsklasse	Pct.	Afdeling/Andelsklasse	Pct.
Aktier	-6,26	Global	-3,75
AlmenBolig Mellemlange Obligationer	0,92	Global Equity Solution	-5,29
Danske Obligationer Absolut	0,67	Global Equity Solution - Akkumulerende KL	
Danske Obligationer Absolut - Lav Risiko	0,37	• Global Equity Solution, klasse SEK W	-3,56
Danske Obligationer Allokering	0,66	• Global Equity Solution, klasse NOK W	-7,16
Danske Obligationer Allokering - Akkumulerende KL		• Global Equity Solution - Akk., klasse DKK W	-5,20
• Danske Obligationer Allokering - Akk., kl. DKK W h	0,66	Global Equity Solution 2 - Akkumulerende KL	
Emerging Markets	1,46	• Global Equity Solution FIN, osuslaji EUR W	-6,53
Euro - Accumulating KL		Global Restricted	-5,37
• Euro, klasse SEK Y	1,50	Global StockPicking Restricted - Accumulating	-2,21
Europa Højt Udbytte Restricted - Akk. KL		Kommuner 4	0,81
• Europe High Dividend Restricted, klasse NOK I	-6,73	Kommuner Europæiske Obligationer	1,61
Europe Focus	-7,71	Norske Aktier Restricted - Akkumulerende KL	
Europe Low Volatility - Accumulating KL	-3,47	• Norske Aksjer Institution Restricted, klasse NOK I	-3,29
Flexinvest Aktier	-4,47	Online Danske Obligationer Indeks	1,13
Flexinvest Danske Obligationer	1,31	Online Global Indeks	-4,17
Flexinvest Fonde	1,13	PP Pension Aktieallokeringsfond - Accumulating KL	
Flexinvest Forvaltning Korte Obligationer	0,42	• PP Pension Aktieallok. fond - Acc. Class A	-2,55
Flexinvest Korte Obligationer	0,11	• PP Pension Aktieallok. fond - Acc. Class I	-2,45
Flexinvest Lange Obligationer	1,94	US Dollar - Accumulating KL	
Flexinvest Udenlandske Obligationer	1,49	• US Dollar, klasse SEK Y	-1,03
FX - Accumulating KL		US High Yield Bonds	0,97
• FX, klasse SEK W	-0,42	US High Yield Bonds - Akkumulerende KL	
• FX, osuslaji EUR W	-0,38	• US High Yield Bonds, klasse SEK W h	0,76
• FX - Akkumulerende, klasse EUR W	-0,38	• US High Yield Bonds, osuslaji EUR W h	0,85
GEM - Akkumulerende KL		• US High Yield Bonds - Akk., klasse DKK W	0,80
• GEM, osuslaji EUR W	-5,10	USA	-1,65
• GEM - Akkumulerende, klasse DKK W	-5,18	USA Low Volatility - Accumulating	4,15

Skemaet viser afdelingernes afkast fra 31. december 2015 frem til den 14. marts 2016 - dagen før årsrapporten er offentliggjort. Opgjort på baggrund af kurser pr. 11. marts 2016.

Udbytter og afkast 2015

Afdeling/Andelsklasse	Acontoudbytte for 2015 (kr. pr. bevis)	Restudbytte for 2015 (kr. pr. bevis)	Afdelingens afkast i pct.	Benchmark- udvikling i pct.
Aktier	-	11,50	4,05	-
AlmenBolig Mellemlange Obligationer ¹⁾	0,80	1,30	÷0,35	-
Danske Obligationer Absolut ¹⁾	1,10	0,70	÷0,64	-
Danske Obligationer Absolut - Lav Risiko ¹⁾	1,00	0,80	0,34	-
Danske Obligationer Allokering	-	0,70	÷0,49	÷0,04
Danske Obligationer Allokering - Akkumulerende KL				
• Danske Obligationer Allokering - Akk., klasse DKK W h	-	-	÷0,51	÷0,04
Emerging Markets	-	4.570,00	÷4,13	÷5,02
Euro - Accumulating KL				
• Euro, klass SEK Y ¹⁾ **)	-	-	÷2,07	÷2,05
Euro Investment Grade Corporate Bonds Restricted	-	740,00	÷1,42	÷1,11
Europa Højt Udbytte Restricted - Akkumulerende KL				
• Europe High Dividend Restricted, klasse NOK I ¹⁾	-	-	6,38	5,78
Europe Focus	-	6.860,00	14,23	8,46
Europe Low Volatility - Accumulating KL ¹⁾	-	-	15,78	-
Flexinvest Aktier ¹⁾	-	22,90	12,55	-
Flexinvest Danske Obligationer ¹⁾	-	2,40	÷0,59	-
Flexinvest Fonde ¹⁾	0,95	0,70	÷1,10	-
Flexinvest Forvaltning Korte Obligationer ¹⁾	-	0,90	0,33	-
Flexinvest Korte Obligationer ¹⁾	-	0,80	÷1,46	-
Flexinvest Lange Obligationer ¹⁾	1,10	2,50	÷1,43	-
Flexinvest Udenlandske Obligationer ¹⁾	-	1,50	÷3,14	-
FX - Accumulating KL				
• FX, klass SEK W ¹⁾ **)	-	-	÷4,95	-
• FX, osuuslaji EUR W ¹⁾ **)	-	-	÷3,88	-
• FX - Akkumulerende, klasse EUR W ¹⁾	-	-	÷4,37	-
GEM - Akkumulerende KL				
• GEM, osuuslaji EUR W	-	-	÷5,88	÷5,23
• GEM - Akkumulerende, klasse DKK W	-	-	÷5,67	÷5,02
Global	-	0,00	15,35	9,00
Global Equity Solution	-	18,70	9,90	-
Global Equity Solution - Akkumulerende KL ¹⁾				
• Global Equity Solution, klass SEK W	-	-	5,72	-
• Global Equity Solution, klasse NOK W	-	-	15,84	-
• Global Equity Solution - Akkumulerende, klasse DKK W	-	-	9,63	-
Global Equity Solution 2 - Akkumulerende KL				
• Global Equity Solution FIN, osuuslaji EUR W ¹⁾	-	-	6,23	-
Global Restricted	-	62,10	11,56	10,70
Global StockPicking Restricted - Accumulating	-	-	÷2,55	÷5,60
Kommuner 4	0,90	2,00	÷0,38	÷0,04
Kommuner Europæiske Obligationer	1,20	2,60	÷0,46	÷0,61
Norske Aktier Restricted - Akkumulerende KL				
• Norske Aksjer Institution Restricted, klasse NOK I ¹⁾	-	-	÷2,46	÷4,34
Online Danske Obligationer Indeks	-	2,90	÷0,83	÷0,46
Online Global Indeks	-	10,00	9,27	10,66
PP Pension Aktieallokeringsfond - Accumulating KL				
• PP Pension Aktieallok. fond - Accumulating Class A	-	-	5,94	6,91
• PP Pension Aktieallok. fond - Accumulating Class I	-	-	6,52	6,91
US Dollar - Accumulating KL				
• US Dollar, klass SEK Y ¹⁾ **)	-	-	1,93	1,77
US High Yield Bonds	-	0,00	÷10,04	÷4,57
US High Yield Bonds - Akkumulerende KL				
• US High Yield Bonds, klass SEK W h	-	-	÷8,40	÷4,07
• US High Yield Bonds, osuuslaji EUR W h	-	-	÷8,20	÷4,06
• US High Yield Bonds - Akkumulerende, klasse DKK W	-	-	÷8,61	÷4,57
USA	-	33,50	8,84	12,40
USA Low Volatility - Accumulating ¹⁾	-	-	1,35	-

*] Intet relevant mål for markedsafkastet. **] Siden introduktionen i 2015.

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

A contoudbytte blev udbetalt i efteråret 2015. Restudbytterne udbetales ligesom udbytterne fra de øvrige afdelinger den 26. april 2016, når udbytterne er godkendt på generalforsamlingen. I skemaet bagest i årsrapporten viser vi, hvordan udbytterne beskattes.

Investerings- markederne i 2015

Verdensøkonomien:

USA og euroland trækker global vækst – de nye markeder halter

Skruer vi tiden bare fem år tilbage, kan overskriften være svær at forestille sig. Dengang var USA og Europa kun lige kommet ud af krisen, mens de nye markeder anført af Kina stormede frem, og blev af mange anset som fremtidens økonomiske vækstvindere. Men her fem år senere er historien en helt anden. 2015 vil blive husket som året, hvor euroland lagde den økonomiske krise bag sig, mens USA fortsatte ind i sit syvende år med økonomisk vækst, hvorfor det nuværende opsving med hastige skridt nærmer sig det længste i historien. Det markerede den amerikanske centralbank (Fed) i december med den første renteforhøjelse siden 2006, mens Den Europæiske Centralbank (ECB) lempede pengepolitikken yderligere for at støtte det stadig skrøbelige opsving. 2015 vil også blive husket for de negative overraskelser i de nye markeder. Blandt de store nye markeder leverede Indien som det eneste land positive nyheder med relativ høj vækst, mens Kina syntes at tabe fart nærmest hver dag, ligesom der i Brasilien og Rusland var betydelig recession.

Ved årets begyndelse var forventningerne til USA høje. De blev dog hurtigt gjort til skamme, idet det voldsomme fald i olieprisen ramte energisektoren hårdt. Selvom den økonomiske vækst tiltog lidt igen henover sommer, blev den overordnede økonomiske vækst for året ikke prangende. Det dækker dog over et USA, der kører i to gear. Fremstillingssektoren blev ramt af en række negative stød i form af olieprisfaldet, den stærke dollar og svagheden i de nye markeder. Derimod holdt

det sunde banksystem hånden under resten af økonomien, herunder især boligmarkedet, samtidigt med, at billig energi gav forbrugerne flere penge mellem hænderne. Resultatet blev lavere arbejdsløshed, en vækst i beskæftigelsen, der kun var lidt lavere end rekordåret 2014, samt indledende tegn på stigende lønninger. Alt sammen godt nok til at Fed i december 2015 besluttede sig for, at tiden var inde til at hæve renten med 0,25 pct. Dette samt den markante styrkelse af dollaren blev dermed også symbolerne på, at USA som den første af de store økonomier endegyldigt lagde finanskrisen bag sig.

For euroland var 2015 en anden, men ligeledes positiv historie. Trods stor politisk tumult omkring Grækenlands økonomiske og politiske fremtid, leverede euroland flot beskæftigelsesvækst og faldende arbejdsløshed. Drivkræfterne var et stærkere banksystem, hvor udlånsvæksten langt om længe kom tilbage, samt en svækket valuta, lavere oliepris og de tidligere lempelser fra ECB. Ikke desto mindre var inflationen mærkbart lavere, end ECB havde forventet og med mørke skyer i horisonten, herunder svag vækst i de nye markeder og geopolitisk usikkerhed, måtte ECB igen til tegnebrættet. Således overraskede ECB mange, da de i oktober annoncerede, at nye tiltag var på vej allerede i december. Da dagen for decembermødet oprandt, var forventningerne dog skyhøje, og det viste sig umuligt for ECB at indfri dem. Ikke desto mindre leverede ECB en kraftig lempelse af pengepolitikken, og væksten i euroland sluttede året omkring 2 pct.

Fra de nye markeder ville skuffelserne derimod nærmest ingen ende tage. Kina lagde ud med en markant

svækkelse af den økonomiske vækst i første kvartal 2015 pga. recession i byggesektoren. Den var dels drevet af det store overskud af nybyggeri og dels af, at centralregeringen satte hårdt mod hårdt over for de lokale regeringer, der har været primær årsag til den årelange periode med overdreven gældsvækst. Da det stod klart, at byggesektoren var faldet markant, og finans- og kreditpolitikken var strammet en tand for meget, blev der lempet moderat, herunder over for adgangen til boliglån. Den økonomiske vækst stabiliserede sig, men knap nok var roen faldet på, inden den kinesiske centralbank i august lod valutaen falde over for USD. Det igangsatte fornyede spekulationer om, at Kina var på afgrundens rand, men igen stabiliserede økonomien sig. For året som helhed var den økonomiske vækst sandsynligvis lidt over 6 pct., men det gamle Kina i form af byggeri, tung industri og billige eksportvarer har store udfordringer, mens det nye Kina i form af service, it og sundhedssektoren boomer.

Værre stod det til i lande som Brasilien og Rusland. Som følge af svag kinesisk efterspørgsel og fortsat udbudsvækst faldt råvarepriserne og især olieprisen på globalt plan endnu mere i 2015. Alene lavere oliepriser var dårligt nyt for Rusland, der samtidigt havde store udfordringer med politiske sanktioner og høje renter. Oveni kæmpede Brasilien tillige med politisk handlingssammelse, alt imens den økonomiske situation blev forværret. Valutaen nærmest kollapsede med et fald på over 40 pct. over for USD. Selvom udvalgte lande som Indien kom bedre igennem 2015, kæmpede de fleste lande i de nye markeder med den svære blanding af lavere råvarepriser og højere renter i USA. Ved afslutningen af 2015 er der således få gode historier at melde om fra de nye markeder.

Dermed markerede 2015 sig som året, hvor fremgangen var mest mærkbar i USA og Europa, mens de

nye markeder kæmpede med at tilpasse sig til en ny verden efter et langvarigt boom drevet af stærk efterspørgsel fra Kina, lave globale renter og rekordhøje råvarepriser. Global økonomi under ét leverede derfor endnu et år med pæn vækst, men med store regionale forskelle.

Obligationer: Centralbanker i fokus

Når man ser tilbage på 2015, har det for verden som helhed været et år med meget store monetære og geopolitiske begivenheder. Betragter man derimod renteutviklingen i de udviklede landes økonomier, har det været et af de mere kedelige år. Den amerikanske 10-årige rente holdt sig inden for intervallet 1,6 pct. til 2,5 pct. og endte i 2,27 pct. Dette interval er forholdsvis lille i forhold til, hvor meget den amerikanske rente plejer at svinge. På den anden side satte Fed renten op for første gang i næsten 10 år, hvilket signalerede et stort skifte i forhold til den amerikanske pengepolitik, selvom den faktiske rentebevægelse kun var på 0,25 pct. Hvis man betragter hele den amerikanske rentekurve, har forholdet mellem lange renter og korte renter også kun svinget forholdsvis lidt. Eksempelvis endte spændet mellem den 10-årige rente og den 2-årige rente på 1,22 pct., hvilket kun er omkring 0,25 pct. lavere end, hvor 2015 startede.

Selvom ECB hele to gange i 2015 lempede pengepolitikken i euroland, så har renteusvingene også været forholdsvis små. Den 10-årige tyske rente, som startede på 0,54 pct., endte i 0,63 pct. I forhold til renten i USA, har euroland dog oplevet lidt større udsving i løbet af året, hvor den 10-årige tyske rente var nede i 0,05 pct. i april, efter at ECB havde startet deres opkøbsprogram af europæiske stats- og realkreditobli-

Det globale obligationsmarked i 2015

Obligationer	Renteniveau i %, ultimo		Afkast i %	
	2014	2015	Lokalvaluta	Danske kr.
Danmark	0,85	0,92	-	÷0,21
USA	2,17	2,27	0,87	12,61
Japan	0,33	0,27	1,25	12,66
Tyskland	0,54	0,63	0,38	0,6
Sverige	0,93	1,00	÷0,21	3,44
Storbritannien	1,76	1,96	1,15	6,74
Hele verden				8,72
Eurozonen				1,93
Emerging markets				0,24
Erhvervsobl. Inv.grade ¹⁾				÷1,11
Erhvervsobl. Spec.grade ¹⁾				÷4,33

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

gationer. Et par måneder senere var selvsamme rente steget til 1,05 pct. Den fortsat dalende likviditet på rentemarkederne, som blandt andet er sket på grund af den tiltagende, strengere regulering af finanssektoren, har en del af ansvaret for de større udsving i Europa end i USA. Selvom renterne inden for selve euroland har haft nogle store udsving som eksempelvis under Grækenland-krisen i juni, har de været markant mindre end de tidligere år. Rentespændet mellem den italienske 10-årige rente og den tyske 10-årige rente endte i 0,96 pct., hvilket er med til at understrege den meget store politiske vilje, der er bag Euro-projektet.

Danske obligationer blev i begyndelsen af året ramt af valutauro, hvilket medførte rentefald og høje indfrielses af realkreditobligationer. Sidst på foråret begyndte renterne at stige, hvilket betød, at danske realkreditobligationer blev ramt af stigende varigheder og højere rentespænd i forhold til statsobligationer. Danske realkreditobligationer havde det således svært i 2015, og afkastet på danske realkreditobligationer var generelt lavere end afkastet på tilsvarende statsobligationer. Globale indeksobligationer led i 2015 under det massive fald i råvarepriserne. Specielt olien som startede året omkring 70 USD pr. tønde og endte i 37 USD pr. tønde, gav meget hårde slag til indeksobligationerne, men også den stadig hastigere globalisering har medført, at inflationen i den udviklede del af verden har været faldende.

Kreditobligationer: Store regionale forskelle

De lave renter og udsigt til opkøb fra ECB fik investorerne til at jage europæiske virksomhedsobligationer med høj kreditkvalitet i de første måneder af 2015. Rentespændene faldt, da europæiske virksomheder fortsat nød godt af relativ god likviditet, relativ stærke balancer og gode muligheder for at afsætte deres

produkter. Over sommeren 2015 ændrede investorerne adfærd bl.a. drevet af uroen i de nye markeder, og at rentespændene kørte ud. En selskabsspecifik begivenhed, som især gav markedet for virksomhedsobligationer med høj kreditkvalitet et hug, var nyheden om Volkswagens svindel med dieselmotors forurening. Volkswagen er en af de største udstedere af virksomhedsobligationer i Europa, og bilfabrikanten har været anset som en af de mere sikre obligationsudstedere.

Samlet set gav europæiske virksomhedsobligationer med høj kreditkvalitet et negativt afkast på 0,5 pct. i 2015, mens europæiske virksomhedsobligationer med lav kreditkvalitet præsterede et positivt afkast på ca. 2,2 pct. Globale virksomhedsobligationer med lav kreditkvalitet var presset af den faldende oliepris og gav et negativt afkast på 6,9 pct. valutaskret til DKK.

Efter et positivt første halvår af 2015 blev merrenten på obligationer fra de nye markeder udstedt i hård valuta i forhold til tilsvarende amerikanske statsobligationer (kreditspændet) udvidet med 0,60 procentpoint i andet halvår til 4,15 procentpoint ved årets udgang. De drivende kræfter bag denne spændudvidelse var det kraftige fald i olieprisen samt den skuffende økono-

Valutamarkederne i 2015

Valuta	Ændring i %	Kurs
Engelsk pund	5,53	1012,54
Euro	0,22	746,27
Japansk yen	11,26	5,71
Norsk krone	+5,44	77,61
Svensk krone	3,66	81,49
US dollar	11,64	686,98

Skemaet viser valutaudviklingen over for danske kroner i 2015 samt kursen ultimo året.

Verdens aktiemarkeder i 2015

Aktier	Lokalvaluta	Danske kr.
Danmark	30,83	30,83
Storbritannien	+2,21	3,19
Japan	9,93	22,32
Sverige	2,29	6,03
Tyskland	9,29	9,53
USA	0,69	12,40
Hele verden		9,00
Europa		8,46
Norden		13,87
Fjernøsten ex japan		1,40
Emerging Markets		+5,02
Latinamerika		+23,01
Østeuropa		6,40

Kilde: Morgan Stanley og OMX

Sektorudviklingen på aktiemarkederne i 2015

Ændring i %	
Energi	+13,15
Materialer	+6,40
Industri	8,13
Forbrugsgoder	16,27
Konsumtvarer	17,18
Sundhedspleje	18,70
Finans	5,40
Informationsteknologi	15,21
Telekommunikation	9,23
Forsyning	2,50
I alt	9,00

Skemaet viser kursudviklingen i de enkelte aktiesektorer i 2015 gjort op ud fra alle verdens aktier. Kilde MSCI World AC Index.

miske vækst i bl.a. Kina. Det resulterede i, at obligationer fra de nye markeder udstedt i USD, men valutasikret til DKK, kom ud af året med et beskedent positivt afkast på 0,25 pct., hvilket dog var 0,3 procentpoint højere end afkastet på tilsvarende amerikanske statsobligationer. Obligationer fra de nye markeder udstedt i landenes egne valutaer gav et negativt afkast på 8,15 pct. omregnet til DKK.

Valuta: Fastkurspolitik og de store centralbanker

Set fra dansk side har der været to store valutariske begivenheder i 2015 - den danske fastkurspolitik og de pengepolitiske lempelser fra ECB. Den schweiziske nationalbank besluttede den 15. januar 2015 at ophæve fastkurspolitikken over for EUR. Dette medførte en del fokus på Danmarks fastkurspolitik mod EUR, og der blev spekuleret i, om den danske krone kunne blive styrket markant, som det skete for schweizerfrancen. På denne baggrund valgte mange indenlandske investorer at kurssikre sig, hvilket var med til at forstærke det opadgående pres på kronen. Nationalbanken forsvarede aktivt kronens kurs med store interventioner i valutamarkedet, stop for udstedelse af statsobligationer og rentenedsættelser. Nationalbanken kunne ved udgangen af 2015 notere sig, at kronen forblev stabil hen over året, og at de formåede at sikre fastkurspolitikken.

Den anden store begivenhed i 2015 var de pengepolitiske lempelser fra ECB, hvor EUR-svækkelsen fra 2014 fortsatte ind i første kvartal af 2015, hvor EUR og dermed også DKK faldt over for USD, GBP og JPY med ca. 10 pct. Fra marts og frem holdt EUR og DKK niveauet over for de tre andre store valutaer, men med pæne udsving i begge retninger. Alt i alt har det været et turbulent år på valutamarkedet med store udsving.

Norsk økonomi har været ramt af de store fald i olieprisen, og det har også påvirket den norske krone, som faldt hen over året og særligt siden maj. Her faldt den norske krone med ca. 10 pct. over for DKK. Svensk økonomi er ikke i samme grad eksponeret mod olie, og svenske kroner lå mere konstant mod DKK hen over året til trods for en svensk nationalbank, der gjorde alt, hvad den kunne, for at forhindre en stærk valuta.

Globale aktier: Positive afkast i de udviklede markeder

I 2015 gav de globale aktiemarkeder et afkast på 9,0 pct., hvor de positive afkast især kom fra USA, Europa og Japan. Det amerikanske aktiemarked leverede et afkast på 12,4 pct. målt i danske kroner, som hovedsageligt kan tilskrives en styrkelse af USD i forhold til DKK, da USD steg med 11,6 pct. over for DKK. Amerikanske aktier leverede for første gang i adskillige år en flad udvikling i USD, hvilket blandt andet var drevet

af en høj prisfastsættelse, en styrket USD, en mindre positiv indtjeningsudvikling samt den pengepolitiske stramning.

Det europæiske aktiemarked leverede et afkast på 8,5 pct., der blev understøttet af fortsatte pengepolitiske lempelser fra ECB, en forbedret konkurrenceevne drevet af en svækket EUR over for USD og lempelige finansielle vilkår. Det japanske aktiemarked leverede igen et højt afkast på 22,3 pct., idet den japanske regering, ledet af Shinzō Abe, fortsat understøttede den økonomiske aktivitet i kombination med relevante strukturreformer. Omvendt leverede de nye markeder et negativt afkast på 5,0 pct. som følge af usikkerhed om udviklingen i den økonomiske vækst, faldende råvarepriser og i særdeleshed den økonomiske vækst i Kina, hvor økonomien transformeres i retning af en mere indenlandsk drevet og forbrugsorienteret økonomisk aktivitet.

De faldende råvarepriser havde store konsekvenser for de råvarerelaterede aktier i forhold til både den nuværende indtjening, men også via usikkerheden om indtjeningsudviklingen i de kommende år. Modsat var året præget af en positiv udvikling i de mere stabilt orienterede aktier inden for sektorerne sundhed og konsumentvarer, som blev understøttet af et generelt pænt økonomisk miljø og en forbrugsudvikling, hvor indkomst- og forbrugsmulighederne generelt så fornuftige ud.

De globale aktiemarkeder samt det amerikanske, europæiske og japanske aktiemarked er steget pænt de senere år. Sammenlignet med de øvrige aktiemarkeder i de udviklede økonomier er prisfastsættelsen af det europæiske aktiemarked moderat attraktivt, hvilket baserer sig på en forudsætning om en positiv indtjeningsudvikling understøttet af pæn økonomisk aktivitet.

Der var stor spredning mellem sektorafkastene i 2015. De sektorer, som leverede de højeste afkast, var sundhed, konsumentvarer og varige forbrugsgoder med afkast på henholdsvis 18,7 pct., 17,2 pct. og 16,3 pct. Omvendt leverede sektorerne energi, råvarer og forsyning de laveste afkast på henholdsvis -13,1 pct., -6,4 pct., og 2,5 pct.

Danske aktier: Høje afkast

Det danske aktiemarked leverede i 2015 et højt afkast, der endnu engang endte betydeligt højere end de europæiske og amerikanske aktier. Der var en tendens til, at cyklisk forbrugsrelaterede aktier og sundhedsaktier klarede sig bedst. Omvendt blev dele af industrisektoren ramt af faldende olie- og metalpriser, mens finanssektoren - særligt bankerne - kæmpede med Nationalbankens negative rentesatser. Modsat år 2014, hvor de toneangivende C20-selskaber klarede sig markant bedre end de små- og mellemstore, så kom de mindre selskaber efter det i 2015 og klarede sig helt på lige fod med de større selskaber i 2015.

Evaluering af forventningerne til 2015

Vores forventning om pæn fremgang i 2015 for global økonomi med betydelige regionale forskelle blev indfriet. Den pæne globale økonomiske vækst skyldtes en stærk fremgang i USA og en moderat, men lidt bedre end forventet, økonomisk vækst i Europa. Derimod skuffede de nye markeder drevet af usikkerhed om udviklingen i den økonomiske vækst, faldende råvarepriser, herunder olieprisen, og den økonomiske vækst i Kina.

De voldsomme prisfald på olie og andre råvarer fortsatte uventet i 2015.

Generelt har aktiemarkederne i de modne markeder mere end indfriet vores forventning om positive, men beherskede, afkast, mens aktiemarkederne i de nye markeder gav et skuffende negativt afkast drevet af usikkerhed om udviklingen i den økonomiske vækst, faldende råvarepriser, herunder olieprisen, og den økonomiske vækst i Kina. Der var meget store forskelle på afkastene omregnet til DKK regionerne imellem, hvilket bl.a. skyldes store ændringer i valutakurserne.

Den amerikanske centralbank begyndte den ventede stramning senere, end vi havde forventet. Fed hævede først den ledende rentesats i december 2015 mod vores forventning om i midten af 2015. Vores forventning om moderate rentestigninger i USA blev indfriet.

Den Europæiske Centralbank lempede to gange pengepolitikken i 2015 og indfrie de dermed vores forventninger.

Vores forventninger om lave positive afkast på europæiske og danske statsobligationer blev indfriet.

Merrenten på virksomhedsobligationer med høj kreditkvalitet i forhold til sammenlignelige statsobligationer steg i 2015. Markedet for virksomhedsobligationer med høj kreditkvalitet var præget af store udsving drevet af ECB's opkøbsprogram, uro i relation til valget i Grækenland i starten af 2015, faldende økonomisk vækst i Kina samt faldende priser på råvarer, hvor ikke mindst den faldende oliepris skabte udfordringer for mange selskaber. Virksomhedsobligationer med høj kreditkvalitet gav modsat vores forventninger et negativt afkast i 2015 drevet af højere merrente.

Også virksomhedsobligationer med lav kreditkvalitet [high yield] var præget af store udsving og højere rentespænd i 2015, og indfrie de dermed ikke vores forventning om uændrede rentespænd, da rentespændet for high yield-obligationer steg bl.a. som følge af den faldende oliepris.

Obligationer fra nye markeder udstedt i USD indfrie de ikke vores forventning om pæne positive afkast, da merrenten på nye markeder-obligationer i forhold til tilsvarende amerikanske statsobligationer blev udvidet drevet af den faldende oliepris, skuffende vækst i de nye markeder med recession i Brasilien og Rusland samt bekymring for de økonomiske vækstudsigter i Kina.

Forventningen om, at globale indeksobligationer ville give højere afkast end sammenlignelige statsobligationer, blev ikke indfriet på grund af det kraftige fald i råvarepriserne og faldende inflationsforventninger.

Forventningerne til en styrket USD blev indfriet. Derimod blev vores forventning om faldende JPY ikke indfriet. Forventningerne om en styrkelse af den norske krone blev ikke indfriet, da den norske økonomi blev ramt af de store fald i olieprisen.



Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016

Verdensøkonomien:

Væksten fortsætter, men ikke uden forhindringer

USA er nu godt i gang med et opsving, der til sommer går ind i sit ottende år, og til trods for denne lange periode med økonomisk vækst, er der få tegn på ubalancer i økonomien. Virksomhederne investerer mere i dag end for tre år siden, men der er ikke tegn på, at de investerer for meget. Højest unormalt er det amerikanske boligmarked endnu ikke normaliseret, idet der stadig bliver bygget for lidt i forhold til den demografiske udvikling og befolkningstilvæksten. Så selvom pengepolitikken og finanspolitikken hjælper lidt på den økonomiske vækst i 2016, mener vi, at den store historie ligger i et fortsat robust banksystem, som giver mulighed for yderligere bedring på boligmarkedet. Dermed ser vi frem til en økonomisk vækst i intervallet 2,5 pct. til 3 pct., hvilket bør være stærkt nok til, at arbejdsløsheden falder yderligere. Dermed vil den amerikanske centralbank komme endnu tættere på dens mål om fuld beskæftigelse, hvorfor lønstigningstakten forventes at tiltage lidt. Dermed fortsætter renteforhøjelserne i 2016. Vi forventer mellem to og fire renteforhøjelser, hvilket dog stadig betyder, de går meget stille frem.

Selvom de geopolitiske skyer ligger tungt over euro-land, ser de økonomiske udsigter pæne ud. Den fortsatte bedring i banksystemet, den lavere oliepris og den lempeligere pengepolitik hjælper godt til. Samtidig betyder flygtningekrisen paradoksalt nok, at finanspolitikken for første gang i mange år bliver lempet i forsøget på at tage imod de mange immigranter. Vi ligger dog stadig mest vægt på den tilbagevendende udlånsvækst fra bankerne, som er helt nødvendig for at sikre finansiering til virksomheder, der har lyst til at investere og ekspandere. Derfor forventer vi en økonomisk vækst omkring 2 pct. og fortsat fald i arbejdsløsheden. Derimod vurderer vi, at ECB står over for en svær opgave med at få inflationen til at stige. Arbejdsløsheden er stadig meget høj, hvilket holder lønstigningstakten lav, og den fortsat faldende oliepris ligger også et nedadgående pres på inflationen. Således bliver ECB tvunget til at fastholde den meget lempelige pengepolitik, og yderligere lempelser kan bestemt ikke afvises. For året som helhed bør der altså være tale om pæn fremgang for regionen.

Kina kæmper fortsat med tømmermændene fra et årelangt bygge- og boligboom ledsaget af kraftig udlånsvækst. 2015 har vist, at myndighederne vil gøre alt

for at forhindre en finansiel krise, og vi er fortsat af den holdning, at sandsynligheden for et kollaps er meget lav. Ikke desto mindre vil det gamle Kina kæmpe med overkapacitet og faldende byggeaktivitet, hvilket presser væksten i denne del af økonomien. Som noget nyt vurderer vi, at myndighederne har tænkt sig at rydde op i flere sektorer, hvor overkapaciteten er mest presserende. Derfor vil 2016 byde på deciderede lukninger og konkurser inden for kul- og stålindustrien. Samtidigt mener vi dog, at servicesektoren, som i 2015 overtog industrisektoren som den største del af økonomien, fortsætter med at skabe job. Dermed tegner der sig et billede af en økonomisk vækst omkring 5 til 6 pct., men med en lind strøm af dårlige nyheder fra bygge- og industrisektoren. Kombinationen af højere amerikanske renter, lav efterspørgsel efter en række råvarer og manglende politisk vilje til at gennemføre reformer, vil efter vores vurdering være en dårlig cocktail for mange andre nye markeder, hvorfor 2016 desværre tegner til at blive endnu et svært år for disse regioner.

Ikke desto mindre er dette et moderat optimistisk syn på verden i 2016, og får vi nogenlunde ret i disse forventninger, bliver det ikke uden overraskelser undervejs. Tager vi de skeptiske briller på, er vi fortsat bekymrede for dynamikken i de nye markeder. For Kina skal der findes den rette balance mellem at sikre finansiel stabilitet og ryddes op efter års fejlallokering af ressourcerne. Selvom mange lande er kommet et godt stykke i justeringsprocessen og viser pæne forbedringer på betalingsbalancerne, bekymrer vi os om kombinationen af faldende valutaer, stigende amerikanske renter og lavere kinesisk vækst. Der kan sagtens "falde skeletter ud af skabet", hvorfor deciderede "kriser" i de nye markeder bestemt ikke kan udelukkes. Specielt ikke hvis den amerikanske centralbank strammer pengepolitikken mere, end vi vurderer. Selvom der stadig er ledig kapacitet tilbage på arbejdsmarkedet, er lønningstakten begyndt at stige. Jo tættere vi kommer på fuld beskæftigelse, jo større risiko er der for, at den stiger kraftigt. Med pæn økonomisk vækst og jobvækst kan lønstigningstakten dermed ende med at blive så presserende et tema for centralbanken, at der skal flere renteforhøjelser til, end vi på nuværende tidspunkt vurderer. Det kan skabe global uro på de finansielle markeder og dermed true den økonomisk vækst senere i 2016.

Slutteligt udgør den geopolitiske situation den største trussel mod det spæde opsving i euroland. Ikke alene er relativt ekstremistiske partier på fremmarch, men flygtningekrisen presser også det paneuropæiske sam-

arbejde. Udvikler disse politiske risici sig ugunstigt, kan det ikke alene true det økonomiske opsving, men også hele den politiske samhörighed.

Trods disse risici og trusler, vurderer vi, at 2016 vil byde på fortsat økonomisk vækst og fremgang for den globale økonomi.

Obligationer: Amerikanske renteforhøjelser bliver toneangivende

Endnu engang ser det ud til, at det bliver Fed, der kommer til at holde dirigentstokken for det kommende år på de finansielle markeder. Meldingerne går på, at centralbanken vil sætte renten op de næste par år; men i forhold til tidligere perioder med renteforhøjelser; så vil det foregå mere gradvist, og de vil holde et vågent øje med, hvorvidt den amerikanske økonomi kan følge med trods den strammere pengepolitik. Det har medført, at markedet forventer meget få renteforhøjelser i 2016. Rent faktisk så få at selv Feds egne forventninger viser hele to forhøjelser mere, end markedet forventede ved indgangen til året. Det er ikke holdbart i længden, at de finansielle markeder har så stor afstand til centralbankens forventninger. Vi forventer, at markedet vil komme centralbanken i møde, og at den ledende rentesats i USA vil blive hævet fra 0,25 pct. til 0,5 pct. her ved indgangen til året til 1,25 -1,5 pct. ved udgangen af 2016. Den 10-årige amerikanske rente vil blive presset op, men modsat de kortløbende ledende renter; vil den meget lave inflation stadig holde den lange rente på et forholdsvist lavt niveau. Det vil betyde, at rentekurven i 2016 vil flade via rentestigning i den korte ende.

Modsat USA er resten af den udviklede verdens centralbanker ikke ved at stramme pengepolitikken. Det giver ikke mindst gnidninger på valutamarkedet, hvor bl.a. EUR er blevet svækket. Den lempelige pengepolitik, som ECB har ført gennem 2015, forventer vi, fortsætter i 2016. Det gør, at specielt den korte ende af rentekurven ikke vil have stigende renter; mens den lange ende af rentekurven forventes at blive holdt nede af ECB's efterhånden meget store opkøb af europæiske statsobligationer. Alt i alt forventes renterne i euroland at være på samme niveau ved udgangen af 2016 som ultimo 2015.

Vi forventer, at danske realkreditobligationer vil opleve rentefald i forhold til statsobligationer det kommende år; da den aktuelle merrente i forhold til statsobligationer er meget attraktiv. Det betyder, at vi forventer, at danske realkreditobligationer vil gøre det bedre end tilsvarende statsobligationer.

Efter et noget vanskeligt 2015 for globale indeksobligationer ser 2016 lysere ud. De effekter, som de faldende råvarepriser har haft på inflationen, vil forsvinde i løbet af året. Kombineret med pæn økonomisk vækst medfører det lidt højere inflation, hvilket også bør medføre stigende forventet inflation i USA og dermed vende en årelang faldende trend. Ligeledes har ECB signaleret, at de gerne ser en højere inflation. Begge ECB's lempelser i 2015 var; da inflationsforventningerne faldt til meget lave niveauer. Vi forventer derfor, at inflationsforventningerne også i euroland vil være stigende.

Kursfald i årets første måneder giver ikke anledning til nye forventninger

De globale aktiemarkeder gav negative afkast i årets første måneder i 2016. Kursfaldene var - ifølge vores vurdering - større end berettiget og mere et udtryk for en nervøs stemning på de finansielle markeder end ændringen i de fundamentale økonomiske forhold. Vi mener, at den nervøse stemning kan sammenfattes til tre forhold:

1. De mulige konsekvenser for verdensøkonomien af lavere økonomiske vækst i de nye markeder - specielt i Kina. For mange selskaber i den globale fremstillingssektor har de nye markeder drevet væksten. Det er slut, og mange virksomheder kæmper med de negative effekter heraf. Endvidere skabte det stor usikkerhed, at den kinesiske valuta i årets første dage faldt betydeligt. Vi forventer ikke en hård landing i Kina, idet Kina har redskaberne til at sikre finansiell stabilitet og et stort handelsoverskud med resten af verden, der vil støtte valutaen.
2. De stærkt faldende olie- og råvarepriser skaber endvidere usikkerhed omkring det finansielle system. Dels fordi energiselskaberne i USA har en stor gæld for at finansiere deres ekspansion, dels fordi en række råvareeks-

porterende lande i de nye markeder også har betydelig gæld. Således er der risiko for tab for såvel banker som investorer. Vi anerkender risikoen herfra og venter ikke en markant bedring i råvarepriserne. Men det globale banksystem er i dag mere reguleret, bedre kapitaliseret og mere likvidt end før krisen i 2008, hvorfor vi mener, bankerne bedre kan modstå eventuelt kommende tab.

3. I euroland kom banksektoren i fokus. Det skyldtes, udover de negative effekter fra råvarepriserne, at investorerne blev bekymrede for bankernes indtjeningsmuligheder i lavrentemiljøet samt usikkerhed om, hvordan Italien vil håndtere landets store beholdning af dårlige lån. Vi forventer ikke, at banksektoren kommer i alvorlige problemer; fordi den er bedre kapitaliseret end tidligere, ligesom Den Europæiske Centralbank forventes at gøre, hvad den kan, for at understøtte sektoren, hvis uroen fortsætter.

Vi vurderer således, at kursfaldene var større end berettiget og forventer fortsat en pæn vækst i verdensøkonomien samt et positivt, men moderat, afkast på globale aktier for året.

Udsagn om forventninger

De udsagn om fremtiden, som er indeholdt i denne årsrapport, afspejler ledelsens aktuelle forventninger til fremtidige begivenheder, 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:

Kreditobligationer: Høj efterspørgsel efter kreditobligationer

Med udsigt til fortsat historisk lave renter via europæisk pengepolitik mener vi, at der vil være god efterspørgsel efter kreditobligationer i 2016. Selvom rentespændene til traditionelle statsobligationer er udvidet markant siden foråret 2015 ses dog kun et beskedent potentiale for indsnævring i løbet af 2016, da risici illustreret blandt andet af Volkswagen-skandalen samt energi- og mineindustrien også er steget. Vi udelukker ikke, at ECB begynder at opkøbe virksomhedsobligationer, hvilket vil understøtte en indsnævring af rentespændene. For europæiske kreditobligationer med lav kreditkvalitet er afkastpotentialet noget større under forudsætning af, at konkursraterne ikke stiger markant. Enkelte selskaber inden for high yield-obligationer, herunder olie- og minerelaterede selskaber, kan handle billigere i løbet af året. Generelt forventer vi uændrede rentespænd for virksomhedsobligationer med såvel høj som lav kreditkvalitet i 2016.

Da vi forventer stort set uforandrede renter på statsobligationer i Europa, vurderer vi, at der er basis for positive, men relativt beskedne, afkast på europæiske virksomhedsobligationer i 2016. Vi forventer, at europæiske virksomhedsobligationer med lav kreditkvalitet vil give et højere afkast end europæiske virksomhedsobligationer med høj kreditkvalitet. I USA er der mere begrænset mulighed for positiv effekt, idet de underliggende renter bør stige i takt med de pengepolitiske stramninger. Endvidere udgør olie- og energiselskaber en større andel af det amerikanske high yield-virksomhedsobligationsmarked. Den lave oliepris giver dermed disse virksomheder store udfordringer.



Vender vi os mod obligationer fra de nye markeder, ser situationen også moderat positiv ud. Med udsigt til pæn økonomisk vækst i verdensøkonomien i 2016 trods de problemer, der er i de nye markeder, og et højt kreditspænd, ser vi ingen grund til at være specielt bekymrede for obligationer fra de nye markeder udstedt i USD. Det er også betryggende, at obligationer fra de nye markeder set i et historisk perspektiv stadig er 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 positivt afkast på obligationer fra de nye markeder i 2016. Dog vil usikkerheden omkring den amerikanske renteutvikling fortsat være stor, og at vækstnedgangen i Kina ser ud til at fortsætte. Endvidere knytter der sig stadig betydelige risici til udviklingen i olieprisen og andre råvarer samt til den tilspidsede geopolitiske situation i Mellemøsten.

Valuta: Dollar kan styrkes yderligere

Ved indgangen af 2016 så vi USD på et niveau, hvor der allerede var indregnet forventninger om flere renteforhøjelser fra den amerikanske centralbank i løbet af 2016. Derfor forventer vi ikke en markant dollarstyrkelse i starten af året. I kraft af vores overordnede forventninger til investeringsmarkederne, ser vi dog en risiko for, at den amerikanske centralbank kan blive nødsaget til at stramme yderligere, hvilket bør styrke USD. På længere sigt vurderer vi også, at der stadig er plads til, at USD skal styrkes over for EUR.



Det engelske pund imødegår et spændende 2016 med diskussionen om mulig engelsk udtrædelse af EU. Det er højst usikkert, hvordan diskussion vil forme sig, og hvordan markedet vil reagere, men det kan give en del usikkerhed for pundet.

Den exceptionelt lempelige pengepolitik i Japan vil fortsat presse JPY. Men leverer regeringen yderligere og mere vidtgående reformer end ventet, vil det være et positivt signal for den japanske yen.

I vores skandinaviske nabolande er der stadig store udfordringer. Norge er udfordret, fordi den norske økonomi er kraftigt eksponeret mod olie. Dette vil give en fortsat svag NOK i 2016. SEK er blevet styrket en del mod slutningen af 2015, hvilket har medført, at den svenske Riksbank har fået tilladelse til at intervenere i markedet for at stoppe styrkelsen. Så på de store linjer forventer vi, at Riksbanken holder den svenske krone på et rimelig konstant niveau over for EUR og dermed DKK.

Globale aktier: **Positive på europæiske akiter**

Den underliggende udvikling i verdensøkonomien er fortsat positiv. Den europæiske økonomi har mulighed for at overraske positivt, og den økonomiske udvikling i USA virker stabil, men den strammere pengepolitik i USA giver lidt modvind for amerikanske aktier. Med pæn økonomisk vækst, lav lønstigningstakt og lempelig pengepolitik bør indtjeningen stige i Europa, hvilket kombineret med en rimelig prisfastsættelse gør, at vi har et positivt syn på europæiske aktier. Vi forventer derfor moderat, positive afkast på globale aktier

baseret på en positiv udvikling i verdensøkonomien med vækstmodvind i USA drevet af en styrket USD og rentestigninger, vækstmedvind i Europa drevet af en svækket EUR over for USD samt fortsat lave råvarepriser, som er understøttende for privatforbruget.

I perioder af 2016 forventer vi høj usikkerhed, der bliver drevet af perioder med nervøsitet omkring råvarepriserne, de nye markeder og retningen for amerikanske renter.

Danske aktier: **Fortsat udsigt til indtjeningsvækst**

Efter endnu et år med meget høj indtjeningsvækst for de danske børsnoterede selskaber forventer vi også pæn indtjeningsvækst i 2016 om end på et lavere niveau. Men hvis vi ser bort fra de to største, danske børsnoterede selskaber, Novo Nordisk og A.P. Møller-Mærsk, som udgør næsten halvdelen af den samlede danske "bundlinje", så forventer vi fortsat to-cifret indtjeningsfremgang i 2016 på linje med sidste år. Dermed vurderer vi, at indtjeningen fra selskaberne på den danske børs fortsat vil være blandt de hurtigst voksende i et globalt perspektiv. Vi forventer en positiv, men moderat, udvikling på det danske aktiemarked i 2016 som følge af en relativt høj prissætning.

Politik for samfundsansvar

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

Politikken er uændret i løbet af 2015 og har fortsat som formål at sikre, at de penge, som Danske Invest forvalter for sine investorer, ikke bliver placeret i virksomheder, der overtræder internationalt anerkendte principper for menneskerettigheder, våbenproduktion, arbejdstagerrettigheder, miljøbeskyttelse og antikorrruption.

For at sikre at principperne bliver efterlevet, screenes investeringerne af den specialiserede konsulentvirksomhed ISS-Ethix. Screeningen er baseret på baggrund af de internationalt anerkendte principper i UN Global Compact (1999), the OECD Guidelines for Multinational Enterprises (2011) og UN Guiding Principles on Business and Human Rights (2011).

Hvis et selskab vurderes at overtræde normerne, indleder Danske Invest 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 bedste mulige afkast.

Handlinger og vurderinger

I 2015 har vi løbende arbejdet på at sikre, at politikens 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 Danske Investes investeringsunivers. 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.

Danske Invest forventer, at vores porteføljerådgivere inddrager miljø-, sociale og ledelsesmæssige forhold (ESG, environmental, social and governance) i deres vurdering af selskaber og investeringsstrategier. Danske Invest afgiver stemmer på selskabers generalforsamlinger med afsæt i de afdelinger, hvor vi mener, at det er relevant. Her kan både investorerne og de pågældende selskaber forvente, at vi agerer aktivt og systematisk. Stemmerne afgives med udgangspunkt i vores 'Politik for udøvelse af stemmerettigheder' og formålet er at skabe grundlaget for fortsat at beskytte og fremme den langsigtede værdiskabelse i de selskaber, som foreningen investerer i.

Som resultat af arbejdet med ansvarlige investeringer har Danske Invest på nuværende tidspunkt fravalgt at investere i 29 selskaber og i 14 landes statsobligationer, og endeligt har Danske Invest afgivet stemme på generalforsamlinger i over 90 selskaber primært i danske og europæiske selskaber.

Du kan læse 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



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, der er på investeringsmarkederne. Risikofaktorerne varierer fra afdeling til afdeling. Der er nogle risici, der især påvirker aktieafdelingerne. Andre risici har indflydelse på 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. investerer i en afdeling, der har danske aktier som investeringsområde, så fastholdes dette investeringsområde, uanset om de pågældende aktier stiger eller falder i værdi.

Der er overordnet fire risikofaktorer, der kan være knyttet ved at investere via en investeringsforening.

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

Risici knyttet til investors valg af afdelinger

Inden en 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 derfor være en god ide at fastlægge sin investeringsprofil i samråd med en investeringsrådgiver.

Investeringsprofilen skal blandt andet tage højde for, hvilken risiko investor ønsker at løbe med sin investering, og hvor lang tidshorisonten 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, hvilket er afdelinger, som er markeret med 6 eller 7 på risikoin-

dikatoren. For de fleste investorer, der investerer over en kortere tidshorisont, er aktieafdelingerne sjældent velegnede.

Af den enkelte afdelings regnskab fremgår dens risikoklassifikation målt med risikoindekatoren fra dokumentet central investorinformation ultimo 2015. Risikoen udtrykkes ved et tal mellem 1 og 7, hvor »1« udtrykker laveste risiko og »7« højeste risiko. Kategorien »1« udtrykker ikke en risikofri investering.

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

Afdelingens placering på risikoindekatoren er bestemt af udsvingene i afdelingens regnskabsmæssige indre værdi de seneste fem år og/eller repræsentative data. Store historiske udsving er lig høj risiko og en placering til højre på indikatoren (6-7). Små udsving er lig med en lavere risiko og en placering til venstre på risikoskalaen (1-2). Afdelingens placering på risikoindekatoren er ikke konstant, da placeringen kan ændre sig med tiden. På danskeinvest.dk kan du se alle afdelingernes aktuelle og senest opdaterede placering på risikoindekatoren under punktet »Risiko«.

Risikoindekatoren tager ikke højde for pludseligt indtrufne begivenheder som eksempelvis devalueringer, politiske indgreb og 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 risikostyrings-



elementer er afdelingernes porteføljerådgivnings- og -forvaltningsaftaler samt instrukser fra foreningens bestyrelse om investeringer, vores interne kontroller, lovgivningens krav om risikospredning og adgangen til at anvende afledte finansielle instrumenter som for eksempel valutaterminsforretninger, der 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 forvaltede 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, der kommer 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.

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 højest mulige afkast under

hensyntagen til risikoen. Strategien medfører, at investeringerne vil afvige fra benchmark, og at afkastet kan blive både højere og lavere end det pågældende 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 blive gjort 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 bliver regelmæssigt afprøvet.

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 henviser vi til de gældende prospekter og central investorinformation for de pågældende afdelinger. Disse kan downloades fra danskeinvest.dk under produktinformationen om den enkelte afdeling.

Risikostyring

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

I aktieafdelingerne er der i instruksen som hovedregel fastsat en risikogrænse på tracking error, hvis der er fastlagt et benchmark. Aktivt styret aktieafdelinger vil således have højere grænser for tracking error end de indeksbaserede. I obligationsafdelingerne er der typisk fastsat en risikoramme på varighed og særlige rammer på kreditrisikoen via krav til kreditkvaliteten. 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 risikoindikatoren 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 som 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.

Eksponering 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 valutaeksponering, som kan have større eller mindre udsving i forhold til danske kroner – jf. næste punkt.

Valuta

Investeringer i udenlandske værdipapirer giver eksponering 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, der 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 som 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 finansmarkederne 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, samtidigt med at ændringer i renteniveauet kan give kursfald/-stigninger. Når renteniveauet stiger, vil det som hovedregel betyde kursfald. Begrebet varighed udtrykker blandt

andet kursrisikoen på de obligationer, der investeres i. Jo lavere varighed, desto mere kursstabile er obligationerne, hvis renten ændrer sig.

Kreditrisiko

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

Særlige risici Aktieafdelingerne

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

Risikovillig kapital

Afkastet kan svinge meget som følge af selskabernes muligheder for at skaffe risikovillig kapital til f.eks. udvikling af nye produkter. En del af en afdelings formue kan investeres i virksomheder, hvis teknologier er helt eller delvist nye, og hvis udbredelse kommercielt og tidsmæssigt kan være vanskelig at vurdere.

Investeringsstil

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

Investeringsområde

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

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

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 InvesteringsFondsBranchen.

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 www.danskeinvest.dk kan man imidlertid beregne omkostningerne på en anden tidshorisont for et eller flere relevante produkter.

Administrationsomkostninger: Lavest i de obligationsbaserede afdelinger

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

Beregningsteknikken for disse omkostninger blev for alle afdelinger på nær PP Pension Aktieallokeringsfond - Accumulating KL omlagt medio 2013 og ændret yderligere fra 1. februar 2014, jf. omtalen i afsnittet »Tilpasning af omkostningsstruktur« side XX 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 2015 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 2016 fremgår af skemaet på side xx-yy, hvor vi desuden viser de maksimale vedtægtsbestemte omkostninger for hver afdeling.

Administrationsomkostningerne bliver dækket af alle, der ejer Danske Invest-beviser. Feks. betyder en omkostningssats på 1,54 pct. i afdeling Aktier, at en investor, som ejede beviser, der i løbet af 2015 havde en gennemsnitlig kursværdi på 100.000 kr., dækkede 1.540 kr. af administrationen i afdelingen.

I »Foreningens væsentligste aftaler« under fælles noter bagest i årsrapporten beskriver vi aftaleforholdene pr. 31. december 2015.

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 kortagesatser m.v., vi handler til.

Omsætningshastigheden i den enkelte afdeling fremgår af et nøgletal i årsregnskaberne for den enkelte afdeling.

De kortagesatser 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.

Investors egne handelsomkostninger

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

Emissionsstillægget/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.

Handelsforedeling

Afdeling	Via Danske Banks handelsfunktioner	Via andres handelsfunktioner
Danske obligationer	34,14 pct.	65,86 pct.
Danske aktier	20,65 pct.	79,35 pct.
Udenlandske obligationer	7,20 pct.	92,80 pct.
Udenlandske aktier	1,88 pct.	98,12 pct.

Skemaet viser - opgjort i procent - hvor Danske Invest Management A/S' hovedrådgiver Danske Capital handlede de forvaltede foreningers aktier og obligationer i 2015.

Administrationsomkostninger

Afdeling/Andelsklasse	Skøn 2015	Realiseret 2015	Skøn 2016	Maksimalt vedtægtsmæssige omk. i pct.
Aktier	1,51	1,54	1,54	2,00
AlmenBolig Mellemlange Obligationer**]	0,36	0,28	0,36	1,00
Danske Obligationer Absolut	0,15	0,15	0,15	1,00
Danske Obligationer Allokering - Lav Risiko	0,15	0,15	0,15	1,00
Danske Obligationer Allokering**]	0,55	0,27	0,55	1,00
Danske Obligationer Allokering - Akkumulerende KL				
• Danske Obligationer Allokering - Akk., klasse DKK W h**]	0,55	0,27	0,55	1,00
Emerging Markets***]	1,56	1,62	1,71	2,00
Euro - Accumulating KL				
• Euro, klass SEK Y	*)	0,35	0,35	1,00
Euro Investment Grade Corporate Bonds Restricted***]	0,74	0,79	0,84	1,50
Europa Højt Udbytte Restricted - Akkumulerende KL				
• Europe High Dividend Restricted, klasse NOK I	*)	1,20	1,20	2,00
Europe Focus***]	1,59	1,74	1,69	2,00
Europe Low Volatility - Accumulating KL	1,24	1,25	1,25	1,50
Flexinvest Aktier	1,72	1,72	1,72	2,00
Flexinvest Danske Obligationer**]	0,78	0,60	0,78	1,00
Flexinvest Fonde	0,79	0,79	0,79	2,00
Flexinvest Forvaltning Korte Obligationer**]	*)	0,20	0,61	1,00
Flexinvest Korte Obligationer**]	0,61	0,53	0,61	1,50
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				
• FX, klass SEK W	0,65	0,65	0,65	1,00
• FX, osuuslaji EUR W	*)	0,65	0,65	1,00
• FX - Akkumulerende, klasse EUR W	*)	0,65	0,65	1,00
GEM - Akkumulerende KL				
• GEM, osuuslaji EUR W	1,54	1,54	1,54	2,00
• GEM Akkumulerende, klasse DKK W***]	1,54	1,61	1,69	2,00
Global**)]	1,49	1,52	1,54	2,00
Global Equity Solution	0,99	0,99	0,99	2,00
Global Equity Solution - Akkumulerende KL				
• Global Equity Solution, klasse SEK W	0,99	0,99	0,99	2,00
• Global Equity Solution, klasse NOK W	0,99	0,99	0,99	2,00
• Global Equity Solution - Akkumulerende, klasse DKK W	0,99	0,99	0,99	2,00
Global Equity Solution 2 - Akkumulerende KL				
• Global Equity Solution FIN, osuuslaji EUR W	1,49	1,49	1,49	2,00
Global Restricted****)]	1,55	1,29	0,99	2,00
Global StockPicking Restricted - Accumulating	1,55	1,55	1,55	2,00
Kommuner 4	0,34	0,34	0,34	1,00
Kommuner Europæiske Obligationer	0,51	0,51	0,51	1,50
Norske Aktier Restricted - Akkumulerende KL				
• Norske Aksjer Institution Restricted, klasse NOK I	*)	1,00	1,00	1,50
Online Danske Obligationer Indeks	0,23	0,23	0,23	1,00
Online Global Indeks	0,32	0,32	0,32	1,00
PP Pension Aktieallokeringsfond - Accumulating KL				
• PP Pension Aktieallok. fond - Accumulating Class A	0,69	0,69	0,69	1,00
• PP Pension Aktieallok. fond - Accumulating Class I	0,15	0,15	0,15	1,00
US Dollar - Accumulating KL				
• US Dollar, klass SEK Y	*)	0,37	0,35	1,00
US High Yield Bonds***]	1,29	1,30	1,31	1,50
US High Yield Bonds - Akkumulerende KL				
• US High Yield Bonds, klass SEK W h	1,29	1,30	1,30	1,50
• US High Yield Bonds, osuuslaji EUR W h	1,29	1,30	1,30	1,50
• US High Yield Bonds - Akkumulerende, klasse DKK W***]	1,29	1,31	1,31	1,50
USA ****)]	1,29	1,04	0,80	1,50
USA Low Volatility - Accumulating	1,24	1,24	1,24	1,50

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

*) Stiftet i 2015. Omkostningsprocenterne for 2015 er omregnet til helår. **) Afdelinger som har haft midlertidig prisnedsættelse i 2015.

] Omkostningssatserne er sat op pr. 1. juli 2015 i forbindelse med fjernelse af tegningsprovisionen. *] 2015 indeholder afsatte afviklingsomkostninger.

*****] Omkostningssatserne blev nedsat pr. 1. juli 2015 i forbindelse med strategændring.

Skønnet for 2016 er baseret på satser pr. 1. januar 2016 og skal derfor tages med forbehold. Flere faktorer kan betyde, at den endelige omkostningsprocent for 2016 bliver anderledes.

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



Bestyrelse og direktion

Foreningens bestyrelse består af de samme personer, som udgør bestyrelserne i de øvrige foreninger, der er 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 2015 udgjorde 682.850 kroner mod 529.046 kroner i 2014. Bestyrelsen er ikke omfattet af optionsordninger eller lignende. Honoraret for et menigt bestyrelsesmedlem udgjorde 71.879 kroner mod 57.453 kroner i 2014, næst formandsposten blev honoreret med

107.818 mod 86.179 kroner i 2014, og formandsposten blev honoreret med 215.637 kroner mod 172.359 kroner i 2014.

Det samlede bestyrelseshonorar er 153.804 kroner højere end i 2014.

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.

Oversigt over bestyrelsens og direktionens øvrige ledelseshverv

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
Givesco A/S samt fire datterselskaber
Kildebjerg Ry A/S
Leighton Foods A/S
Løgten Midt A/S
Søndergaard Give A/S
Th. C. Carlsen, Løgten A/S samt to
datterselskaber

Bestyrelsesnæstformand for:

Jens Eskildsen og Hustru Mary
Antonie Eskildsens Mindefond

Medlem af bestyrelsen for:

Dan Cake A/S
Danske Invest Management A/S
Jacobsens Bakery Ltd. A/S
Købmand Th. C. Carlsens Mindefond

Direktør for:

Advokatanpartsselskabet Jørn Ankær
Thomsen
Galten Midtpunkt ApS
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

Bestyrelsesnæstformand for:

Dalhoff Larsen & Horneman A/S
Solar A/S

Medlem af bestyrelsen for:

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

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
LAKexperten Plus ApS

Medlem af bestyrelsen for:

Aarhus Havn
Board Governance A/S
JORTON HOLDING A/S
OK A.m.b.a
Marselisborg Gymnasium
Stibo Holding A/S samt et
datterselskab
WindowMaster A/S

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 Hølse

Advokat (L), cand.merc.(jur.)
Advokatfirmaet Gorrissen Federspiel
Født 1971, indvalgt i bestyrelsen 2014

Bestyrelsesformand for:

Callie Invest A/S
DK Kapital A/S
Svend Andresens Familiefond

Medlem af bestyrelsen for:

Advokatfirmaet Gorrissen Federspiel
DCH International A/S

Særlige kompetencer

Bo Hølse 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 direktion-arbejde og erfaring i at drive forretning i forskellige kulturer, herunder Kina, Mellemøsten, 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, strategisk udvikling og ledelse samt bankvirksomhed og forskning.

Jens Peter Toft

Direktør, HD (R)
Selskabet af 11. december 2008 ApS samt toft advice aps
Født 1954, indvalgt i bestyrelsen 2008

Bestyrelsesformand for:

Mipsalus Holding ApS samt et datterselskab

Bestyrelsesnæstformand for:

M. Goldschmidt Holding A/S

Medlem af bestyrelsen for:

Bitten og Mads Clausens Fond
Civilingeniør N.T. Rasmussens Fond
Dansk Vækstkapital II
Enid Ingemanns Fond
Fondet for Dansk-Norsk Samarbejde
Seks datterselskaber af M. Goldschmidt Holding ApS
Selskabet af 11. december 2008 ApS
Solar A/S

Medlem af investeringskomitéen for:

GRO Capital

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

Danske Invest Management A/S:**Morten Rasten**

Administrerende direktør, cand.polit.

Næstformand for:

InvesteringsFondsBranchen (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.

Bestyrelsesarbejdet omfatter Investeringsforeningen Danske Invest, Investeringsforeningen Danske Invest Select, Investeringsforeningen ProCapture, Investeringsforeningen Profil Invest, Kapitalforeningen Danske Invest Institutional og AP Invest Kapitalforening.

Ledespåtegning

Foreningens bestyrelse og direktion har dags dato behandlet og godkendt nærværende årsrapport for regnskabsåret sluttende 31. december 2015.

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 15. marts 2016.

Danske Invest Management A/S

Direktion



Morten Rasten
Administrerende direktør

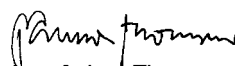


Finn Kjærgård
Vicedirektør



Lone Mortensen
Afdelingsdirektør

Bestyrelse



Jørn Ankær Thomsen
Formand



Agnete Raaschou-Nielsen
Næstformand



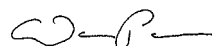
Lars Fournais



Bo Holse



Birgitte Brinch 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 for regnskabsåret, der slutter 31. december 2015 og omfatter de enkelte afdelingers resultatopgørelse, balance og noter samt fællesnoter, herunder anvendt regnskabspraksis. 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 fejlinfor-

mation i årsregnskaberne for de enkelte afdelinger, uanset om denne skyldes besvigelser 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 er hermed 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 2015 samt af resultatet af de enkelte afdelingers aktiviteter for regnskabsåret, der sluttede 31. december 2015 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 15. marts 2016

Ernst & Young, Godkendt Revisionspartnerselskab

CVR-nr. 30 70 02 28


Lars Rhod Søndergaard
Statsaut. revisor


Ole Karstensen
Statsaut. revisor



Afdelingernes ledelsesberetninger og årsregnskaber

Oversigt over de enkelte afdelinger og andelsklasser

40	Aktier	147	Global Equity Solution
44	AlmenBolig Mellemlange Obligationer	151	Global Equity Solution – Akkumulerende KL
48	Danske Obligationer Absolut	154	• Global Equity Solution, klass SEK W
52	Danske Obligationer Absolut – Lav Risiko	157	• Global Equity Solution, klasse NOK W
56	Danske Obligationer Allokering	160	• Global Equity Solution – Akkumulerende, klasse DKK W
60	Danske Obligationer Allokering – Akkumulerende KL	163	Global Equity Solution 2 – Akkumulerende KL
63	• Danske Obl. Allokering – Akkumulerende, klasse DKK W h	166	• Global Equity Solution FIN, osuuslaji EUR W
66	Emerging Markets	169	Global Restricted
70	Euro – Accumulating KL	173	Global StockPicking Restricted – Accumulating
73	• Euro, klass SEK Y	177	Kommuner 4
76	Euro Investment Grade Corporate Bonds Restricted	181	Kommuner Europæiske Obligationer
80	Europa Højt Udbytte Restricted – Akkumulerende KL	185	Norske Aktier Restricted – Akkumulerende KL
83	• Europe High Dividend Restricted, kl. NOK I	188	• Norske Aksjer Institution Restricted, klasse NOK I
86	Europe Focus	191	Online Danske Obligationer Indeks
90	Europe Low Volatility – Accumulating KL	195	Online Global Indeks
94	Flexinvest Aktier	199	PP Pension Aktieallokeringsfond – Accumulating KL
98	Flexinvest Danske Obligationer	202	• PP Pension Aktieallokerings fond – Accumulating Class A
102	Flexinvest Fonde	205	• PP Pension Aktieallokerings fond – Accumulating Class I
106	Flexinvest Forvaltning Korte Obligationer	208	US Dollar – Accumulating KL
110	Flexinvest Korte Obligationer	211	• US Dollar, klass SEK Y
114	Flexinvest Lange Obligationer	213	US High Yield Bonds
118	Flexinvest Udenlandske Obligationer	217	US High Yield Bonds – Akkumulerende KL
122	FX – Accumulating KL	220	• US High Yield Bonds, klass SEK W h
125	• FX, klass SEK W	223	• US High Yield Bonds, osuuslaji EUR W h
128	• FX, osuuslaji EUR W	226	• US High Yield Bonds – Akkumulerende, klasse DKK W
131	• FX – Akkumulerende, klasse EUR W	229	USA
134	GEM – Akkumulerende KL	233	USA Low Volatility – Accumulating
137	• GEM, osuuslaji EUR W		
140	• GEM Akkumulerende, klasse DKK W		
143	Global		

Aktier

Investerer globalt i 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 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer globalt i aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko mod udviklingen i globale aktier og valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er 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 6 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et afkast på 4,05 pct., mens det globale aktiemarked steg 10,66 pct. Afdelingens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men det har end indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøgletal som stigende beskæftigelse, fortsat lave renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog

udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året. Afdelingen har i maj 2015 fået et benchmark.

Markedet

I 2015 var der positive afkast fra både USA, Europa og Japan. Det positive afkast i USA kan hovedsageligt tilskrives en styrkelse af USD, da amerikanske aktier for første gang i adskillige år leverede en flad udvikling målt i USD, hvilket blandt andet var drevet af en høj prisfasteftelse, en styrket USD, en mindre positiv indtjeningsudvikling samt en pengepolitisk stramning fra den amerikanske centralbank i december 2015. Det europæiske aktiemarked var understøttet af fortsatte pengepolitiske lempelser fra Den Europæiske Centralbank, en forbedret konkurrenceevne drevet af en svækket EUR over for USD og lempelige finansielle vilkår. Det japanske aktiemarked leverede igen et højt afkast, idet den japanske regering fortsat understøttede den økonomiske aktivitet i kombination med, at regeringen gennemførte relevante strukturreformer. Omvendt leverede de nye markeder et svagt afkast som følge af usikkerhed om udviklingen i den økonomiske vækst og faldende råvarepriser.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast i 2015 var 6,61 procentpoint lavere end udviklingen i det globale aktiemarked. Afdelingens betydelige investeringer inden for sektorerne finans og konsumentvarer bidrog positivt til afdelingens relative afkast.

Modsat bidrog afdelingens investeringer inden for industri og sundhed negativt til afdelingens relative afkast. Samlet set bidrog sektorfordelingen positivt til afdelingens relative afkast målt op imod det globale aktiemarked.

Aktieudvælgelsen havde en negativ effekt på afdelingens relative afkast. Det var især afdelingens investeringer i det amerikanske industriselskab Tyco, den tyske tøjproducent Hugo Boss og cementproducenten LafargeHolcim, som påvirkede negativt.

Afdelingens profil

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Maj 2010

Risikoindikator (1-7): 6

Benchmark: MSCI World Index inkl. nettoudbytter

Fondskode: DK0060177970

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Landefordeling

USA	55,1%
Tyskland	13,3%
Storbritannien	8,6%
Frankrig	7,7%
Holland	3,8%
Øvrige inkl. likvide	11,5%

Nøgletal

Sharpe Ratio	0,80
Standardafvigelse	11,67
Active share	94,36

Aktier

Modsat påvirkede afdelingens investeringer i det japanske forsikringselskab Tokio Marine samt det engelske selskab Reckitt Benckiser, der bl.a. står bag mærkerne Vanish, Durex, Strepsils og Finish, positivt til det relative afkast.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2015

Den økonomiske vækst i verdensøkonomien, herunder væksten i de udviklede markeder USA, Europa og Japan, er fortsat understøttet af en særdeles lempelig pengepolitik fra centralbankernes side. I Europa er den økonomiske udvikling positivt påvirket af de lave renteniveauer, en fortsat svækket EUR i forhold til USD samt lempelige finansielle vilkår. Modsat er situationen i amerikansk økonomi negativt påvirket af den stærke USD, indenlandskorienteret vækst, der udvikler sig positivt, samt den amerikanske centralbanks nyligt påbegyndte forhøjelse af de ledende renter. Usikkerhederne i USA, en fortsat lempelig pengepolitik i Europa og Japan samt et fald i den økonomiske aktivitet vil kunne slå negativt igennem på det globale og europæiske aktiemarked.

Udviklingen på råvaremarkederne og i særdeleshed olieprisen kan få såvel positive som negative afledte effekter på aktiemarkederne. Generelt er faldende råvarepriser gunstigt for Europas økonomiske vækst og verdensøkonomien. Det vil dog samtidig få negative konsekvenser for olie- og råvaresektorerne, som presses på indtjeningen, og dermed skabe usikkerhed om den fremtidige indtjeningsudvikling. Et kraftigt fald i råvaremarkederne og olieprisen kan øge risikoaversionen.

De globale aktiemarkeder er steget pænt de senere år blandt andet som følge af høj indtjening i selskaberne. Hvis der opstår usikkerhed om holdbarheden af denne indtjening f.eks. som følge af den geopolitiske udvikling i Europa og Mellemøsten eller den økonomiske vækst i de nye markeder, vil usikkerheden øges.

Forventninger til markedet samt strategi

Den underliggende udvikling i verdensøkonomien er fortsat positiv, og særligt europæisk økonomi oplever en pæn vækst. Der forventes fortsat en pæn udvikling i den økonomiske vækst i USA, men væksten vil blive påvirket af fortsatte stramminger af pengepolitikken i 2016. Modsat er det økonomiske miljø i Europa understøttende for udviklingen på aktiemarkederne, som kombineret med en indtjeningsudvikling med fortsat positivt potentiale og en rimelig prisfastsættelse understøtter vores forventninger. Vi forventer derfor moderat positive afkast på globale aktier baseret på en positiv udvikling i verdensøkonomien med vækstmodvind i USA drevet af en styrket USD og rentestigninger. I Europa forventer vi vækstmedvind drevet af en svækket EUR over for USD samt fortsat lave råvarepriser, som er understøttende for privatforbruget samt en stabilisering af udviklingen i de nye markeder.

Vi investerer i selskaber af høj kvalitet med holdbare forretningsmodeller. Vi forventer kun at ændre lidt i strategien, der som udgangspunkt har en mindre vægt på de cykliske selskaber og større andel til de stabile vækstsektorer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Aktier

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	1	2	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	83	0	Indestående i depotselskab	21.531	13.756
3 Udbytter	37.865	43.129	I alt likvide midler	21.531	13.756
I alt renter og udbytter	37.783	43.131	Kapitalandele:		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. aktier fra udl. selskaber	2.106.611	1.764.776
Kapitalandele	80.995	99.494	I alt kapitalandele	2.106.611	1.764.776
Valutakonti	7.899	3.966	Andre aktiver:		
Øvrige aktiver/passiver	÷27	69	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	113	1.342
5 Handelsomkostninger	÷2.333	÷946	Mellemvær. vedr. handelsafv.	2.897	7.659
I alt kursgevinster og -tab	86.534	102.583	Aktuelle skatteaktiver	1.253	644
I alt indtægter	124.317	145.715	I alt andre aktiver	4.264	9.645
6 Administrationsomkostninger	30.935	16.274	Aktiver i alt	2.132.406	1.788.177
Resultat før skat	93.382	129.441	Passiver		
7 Skat	3.458	1.516	9 Medlemmernes formue	2.132.233	1.786.558
Årets nettoresultat	89.924	127.925	Anden gæld:		
Overskudsdisponering			Skyldige omkostninger	173	1.619
Foreslået udlodning	186.311	74.958	I alt anden gæld	173	1.619
Overført til udlodning næste år	998	133	Passiver i alt	2.132.406	1.788.177
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	187.309	75.091			
Overført til formuen	÷97.384	52.834			
I alt disponeret	89.924	127.925			

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	÷7,17	14,45	14,14	11,72	4,05
Benchmarkafkast (pct.)	-	-	-	-	10,66
Indre værdi (DKK pr. andel)	106,90	119,49	133,09	131,09	131,61
Nettoresultat (t.DKK)	÷12.476	22.318	39.936	127.925	89.924
Udbytte (DKK pr. andel)	2,75	3,00	16,00	5,50	11,50
Administrationsomkostninger (pct.)	1,56	1,55	1,54	1,54	1,54
ÅOP	2,01	1,90	2,06	1,89	1,74
Omsætningshastighed (antal gange)	0,46	0,19	0,96	0,32	0,42
Medlemmernes formue (t.DKK)	142.355	219.506	595.362	1.786.558	2.132.233
Antal andele	1.331.682	1.837.094	4.473.352	13.628.641	16.200.957
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

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	2015	2014
Indestående i depotselskab	1	2
I alt renteindtægter	1	2

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	83	0
I alt renteudgifter	83	0

NOTE 3: UDBYTTER I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	37.865	43.129
I alt udbytter	37.865	43.129

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	80.995	99.494
Valutakonti	7.899	3.966
Øvrige aktiver/passiver	÷27	69
Handelsomkostninger	÷2.333	÷946
I alt kursgevinster og -tab	86.534	102.583

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷3.916	÷2.531
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	1.582	1.585
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷2.333	÷946

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015		2014	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	0	0	1	0
Øvrige omkostninger	15	0	61	23
Managementhonorar	28.108	0	14.791	0
Fast administrationshonorar	2.811	0	1.398	0
I alt opdelt adm.omk.	30.935	0	16.250	23
I alt adm.omkostninger		30.935		16.274

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	3.458	1.516
I alt skat	3.458	1.516

NOTE 8: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK 2015 2014

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING			
Renter og udbytter	37.783	43.131	
Ikke refunderbar udbytteskat	÷3.458	÷1.516	
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	÷519	÷180	
Kursgevinst til udlodning	152.432	16.020	
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	36.203	43.484	
Udlodning overført fra sidste år	133	0	
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	222.573	100.939	
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	30.935	16.274	
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷4.330	÷9.575	
I alt til rådighed for udlodning, netto	187.309	75.091	

NOTE 9: MEDLEMMERNES FORMUE 2015 2014

	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	13.628.641	1.786.558	4.473.352	595.362
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷74.958		÷71.574
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		900		÷45.849
Emissioner i året	5.496.745	762.035	9.705.600	1.250.280
Indløsninger i året	÷2.924.429	÷433.935	÷550.311	÷71.142
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		1.708		1.556
Foreslået udlodning		186.311		74.958
Overførsel af periodens resultat		÷97.384		52.834
Overført til udlodning næste år		998		133
I alt medlemmernes formue	16.200.957	2.132.233	13.628.641	1.786.558

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN 2015 2014

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	98,8	98,8
I alt finansielle instrumenter	98,8	98,8
Øvrige aktiver og passiver	1,2	1,2
I alt	100,0	100,0

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

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 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i obligationer udstedt i danske kroner eller euro, hvor minimum 90 pct. af afdelingens formue skal være danske obligationer, har afdelingen primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den danske rente. Afdelingen afdækker eventuel valutarisiko, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er 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 risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 2 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et negativt afkast på 0,35 pct. Afdelingen har intet benchmark, men det opnåede afkast var tilfredsstillende i forhold til markedsudviklingen for mellem-lange realkreditobligationer, som var negativ med 0,04 pct. Afdelingens resultat indfrie ikke vores forventninger om et

lavt positivt afkast. De faldende renter bidrog positivt til det samlede resultat. Derimod bidrog ændringerne i merrenten negativt til det samlede afkast for året 2015.

Markedet

Set fra dansk side har der været to store valutariske begivenheder i 2015 – den danske fastkurspolitik og de pengepolitiske lempelser fra ECB. Den schweiziske nationalbank besluttede den 15. januar 2015 at ophæve fastkurspolitikken over for EUR, hvilket medførte en del fokus på Danmarks fastkurspolitik mod EUR, og der blev spekuleret i, om DKK kunne blive styrket markant, som det skete for schweizerfrancen. På denne baggrund valgte mange indenlandske investorer at kurssikre sig, hvilket var med til at forstærke det opadgående pres på kronen. Nationalbanken forsvarede aktivt kronens kurs med store interventioner i valutamarke- det, stop for udstedelse af statsobligationer og rentenedsættelser. Nationalbanken kunne ved udgangen af 2015 notere sig, at kronen forblev stabil hen over året, og at de formåede at sikre fastkurspolitikken. Disse tiltag var medvirkende til, at renterne på korte obligationer faldt gennem året, mens renterne på lange obligationer var uforandret til svagt stigende. Statsobligationer klarede sig gennem året gennemsnitligt bedre end realkreditobligationer, da implementeringen af nye myndighedskrav til blandt andet bankerne medførte et øget incitament til at investere i statsobligationer i 2015.

Renten på en 2-årig statsobligation faldt hen over året med 0,5 procentpoint og endte året i -0,54 pct., mens renten på den toneangivende danske statsobligation 1,5% 2023 steg med 0,05 procentpoint til 0,59 pct.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingen endte med et negativt afkast på 0,35 pct. Rente-faldet i de korte renter medførte generelt de højeste afkast på afdelingens beholdning af korte obligationer. I den modsatte retning trak beholdningen af specielt lange lav-kupon realkreditobligationer, som blev svækket af dels svagt stigende lange renter og dels en udvidelse af renteforskellen mellem stats- og realkreditobligationer som følge af blandt andet øget myndighedsregulering. En af afdelingens bedste inve-

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	14,2%
1-3 år	30,7%
3-5 år	18,7%
5-10 år	10,0%
Over 10 år	15,7%
Øvrige inkl. likvide	10,7%

Nøgletal

Sharpe Ratio	0,72
Standardafvigelse	1,29

AlmenBolig Mellemlange Obligationer

steringer var beholdningen af 3,5% 30-årige konverterbare, som gennem året gav et afkast på ca. 1,1 pct. I den modsatte retning trak beholdningen af lange konverterbare lav kupon realkreditobligationer, der gav et negativt afkast på mellem 2 pct. og 4 pct.

Gennem året havde afdelingen en overvægt af realkreditobligationer og en tilsvarende undervægt af statsobligationer, hvilket bidrog negativt til det absolutte afkast, da realkreditobligationer i gennemsnit klarede sig dårligere end statsobligationer.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Verdens centralbanker har gennem de senere år holdt renterne på et ekstremt lavt niveau. Den amerikanske centralbank har dog signaleret en ende på den meget lempelige pengepolitik ved som ventet at hæve renten med 0,25 pct. i december 2015. Den Europæiske Centralbank har dog omvendt signaleret yderligere pengepolitiske tiltag, hvilket primært er en forlængelse af deres opkøbsprogram med det formål at holde renterne på et lavt niveau. En bedring af de økonomiske udsigter vil medføre et opadgående pres på renterne. Det kan påvirke afdelingens afkast negativt. Omvendt vil en svagere økonomisk vækst og inflation kunne forlænge centralbankernes lempelige pengepolitik og herved påvirke afkastet i positiv retning.

Den økonomiske udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren samt huspriserne, vil ligeledes have betydning for investorernes afkast. Det danske renteniveau er set i et historisk perspektiv meget lavt, og selv en svag rentestigning vil derfor kunne mindske afdelingens afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

I lyset af Den Europæiske Centralbanks opkøb forventer vi, at renterne forbliver lave en rum tid endnu, men samtidig at Danmarks Nationalbank hæver renten i løbet af første kvartal. Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi, og ved indgangen til året har afdelingen en overvægt af realkreditobligationer og en svag overvægt af renterisiko set i forhold til benchmark. Vi forventer, at rentespændet på realkreditobligationerne indsnævres i de kommende måneder, og at realkreditobligationerne derfor giver et højere afkast end statsobligationer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt, afkast. Afkastet kan dog blive negativt, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

AlmenBolig Mellemlange Obligationer

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	5.181	5.565	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	83	0	Indestående i depotselskab	14.401	13.975
I alt renter og udbytter	5.098	5.565	I alt likvide midler	14.401	13.975
Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
Obligationer	÷5.208	2.072	Not. obl. fra danske udstedere	265.976	260.192
4 Handelsomkostninger	0	0	I alt obligationer	265.976	260.192
I alt kursgevinster og -tab	÷5.208	2.072	Andre aktiver:		
I alt indtægter	÷110	7.637	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	1.465	1.751
5 Administrationsomkostninger	780	971	I alt andre aktiver	1.465	1.751
Resultat før skat	÷890	6.666	Aktiver i alt	281.843	275.918
Skat	0	0	Passiver		
Årets nettoresultat	÷890	6.666	7 Medlemmernes formue	272.610	274.437
Overskudsdisponering			Anden gæld:		
Foreslået udlodning	3.553	2.694	Skyldige omkostninger	9	56
Udbetalt acontoudlodning	2.193	2.412	Mellemvær. vedr. handelsafv.	9.224	1.425
Overført til udlodning næste år	33	76	I alt anden gæld	9.233	1.481
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	5.780	5.182	Passiver i alt	281.843	275.918
Overført til formuen	÷6.670	1.484			
I alt disponeret	÷890	6.666			

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	4,35	3,47	0,88	2,53	÷0,35
Indre værdi (DKK pr. andel)	102,11	102,85	101,34	101,89	99,74
Nettoresultat (t.DKK)	10.985	8.949	2.298	6.666	÷890
Udbytte (DKK pr. andel)	3,00	2,50	2,00	1,90	2,10
Administrationsomkostninger (pct.)	0,36	0,35	0,34	0,36	0,28
ÅOP	0,49	0,48	0,44	0,46	0,39
Omsætningshastighed (antal gange)	0,11	0,23	0,10	0,24	0,39
Medlemmernes formue (t.DKK)	286.741	256.444	260.593	274.437	272.610
Antal andele	2.808.259	2.493.443	2.571.535	2.693.513	2.733.141
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

	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	5.171	5.565
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	10	0
I alt renteindtægter	5.181	5.565

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Andre renteudgifter	83	0
I alt renteudgifter	83	0

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	÷5.209	2.072
I alt kursgevinster og -tab	÷5.208	2.072

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	0	0
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	0	0

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015		2014	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	10	2
Managementhonorar	479	0	687	0
Fast administrationshonorar	301	0	273	0
I alt opdeltede adm.omk.	780	0	969	2
I alt adm.omkostninger		780		971

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 6: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK

	2015	2014
OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING		
Renter og udbytter	5.098	5.565
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	83	0
Kursgevinst til udlodning	1.276	436
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter; udbytter og kursgevinster	31	100
Udlodning overført fra sidste år	76	65
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	6.565	6.166
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	780	971
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷5	÷13
I alt til rådighed for udlodning, netto	5.780	5.182

NOTE 7: MEDLEMMERNES FORMUE

	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	2.693.513	274.437	2.571.535	260.593
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		÷2.694		÷2.829
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		8		÷72
Emissioner i året	91.689	9.159	220.368	22.504
Indløsninger i året	÷52.061	÷5.227	÷98.390	÷10.044
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		10		32
Foreslået udlodning		3.553		2.694
Overførsel af periodens resultat		÷6.670		1.484
Overført til udlodning næste år		33		76
I alt medlemmernes formue	2.733.141	272.610	2.693.513	274.437

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	97,6	94,8
I alt finansielle instrumenter	97,6	94,8
Øvrige aktiver og passiver	2,4	5,2
I alt	100,0	100,0

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

Danske Obligationer Absolut

Afdelingen investerer i obligationer denomineret i danske kroner, således at beholdningens beregnede varighed er på maksimalt 6 år. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« 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, der er knyttet til obligationsmarkedet, enkeltlandrisiko, 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 2015 et negativt afkast på 0,64 pct. Afdelingen har intet benchmark, men det opnåede afkast var ikke tilfredsstillende i forhold til markedsudviklingen for mellem-lange realkreditobligationer, som var negativ med 0,04 pct. Afdelingens resultat indfrie ikke vores forventninger om et lavt positivt afkast. De faldende renter bidrog positivt til det samlede resultat. Derimod bidrog ændringerne i merrenten negativt til det samlede afkast for året 2015.

Markedet

Set fra dansk side har der været to store valutariske begivenheder i 2015 - den danske fastkurspolitik og de pengepolitiske lempelser fra Den Europæiske Centralbank (ECB). Den schweiziske nationalbank besluttede den 15. januar 2015 at ophæve fastkurspolitikken over for EUR, hvilket medførte en del fokus på Danmarks fastkurspolitik mod EUR, og der blev spekuleret i, om DKK kunne blive styrket markant, som det skete for schweizerfrancen. På denne baggrund valgte mange indenlandske investorer at kurssikre sig, hvilket var med til at forstærke det opadgående pres på kronen. Nationalbanken forsvarede aktivt kronens kurs med store interventioner i valutamarkedet, stop for udstedelse af statsobligationer og rentenedsættelser. Nationalbanken kunne ved udgangen af 2015 notere sig, at kronen forblev stabil hen over året, og at de formåede at sikre fastkurspolitikken. Disse tiltag var medvirkende til, at renterne på korte obligationer faldt gennem året, mens renterne på lange obligationer var uforandret til svagt stigende. Statsobligationer klarede sig gennem året gennemsnitligt bedre end realkreditobligationer, da implementeringen af nye myndighedskrav til blandt andet bankerne medførte et øget incitament til at investere i statsobligationer i 2015.

Renten på en 2-årig statsobligation faldt hen over året med 0,5 procentpoint og endte året i -0,54 pct., mens renten på den toneangivende danske statsobligation 1,5% 2023 steg med 0,05 procentpoint til 0,59 pct.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingen fik et negativt afkast på 0,64 pct. Afdelingen var i 2015 primært investeret i realkreditobligationer. Rentefaldet i de korte renter medførte generelt de højeste afkast på afdelingens beholdning af obligationer med lav rentefølsomhed. I den modsatte retning trak beholdningen af lange realkreditobligationer, som blev svækket af dels svagt stigende lange renter og dels en udvidelse af renteforskellen mellem stats- og realkreditobligationer som følge af blandt andet øget

Afdelingens profil

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: November 2009

Risikoindikator (1-7): 2

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060158673

Porteføljerafgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år	34,8%
1-3 år	30,7%
3-5 år	12,7%
5-10 år	18,9%
Over 10 år	0,3%
Øvrige inkl. likvide	2,6%

Nøgletal

Sharpe Ratio	0,77
Standardafvigelse	1,49

Danske Obligationer Absolut

myndighedsregulering. Afdelingens bedste investering blev beholdningen af 30-årige 3,5 %-obligationer, mens i den modsatte retning trak beholdningen af 30-årige 2,5 %-obligationer, som gav et negativt afkast på omkring 6 pct.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Verdens centralbanker har gennem de senere år holdt renterne på et ekstremt lavt niveau. Den amerikanske centralbank har dog signaleret en ende på den meget lempelige pengepolitik ved som ventet at hæve renten med 0,25 pct. i december 2015. ECB har dog omvendt signaleret yderligere pengepolitiske tiltag, hvilket primært er en forlængelse af deres opkøbsprogram med det formål at holde renterne på et lavt niveau. En bedring af de økonomiske udsigter vil medføre et opadgående pres på renterne. Det kan påvirke afdelingens afkast negativt. Omvendt vil en svagere økonomisk vækst og inflation kunne forlænge centralbankernes lempelige pengepolitik og herved påvirke afkastet i positiv retning.

Den økonomiske udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren samt huspriserne, vil ligeledes have betydning for investorernes afkast. Det danske renteniveau er set i et historisk perspektiv meget lavt, og selv en svag rentestigning vil derfor kunne mindske afdelingens afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

I lyset af Den Europæiske Centralbanks opkøb af obligationer forventer vi, at renterne forbliver lave en rum tid endnu, men samtidig at Danmarks Nationalbank hæver renten i løbet af første kvartal. Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi, og ved indgangen til året har afdelingen en høj andel realkreditobligationer og en undervægt af renterisiko set i forhold til mellemlange danske obligationer. Vi forventer, at rentespændet på realkreditobligationerne indsnævres i de kommende måneder, og at realkreditobligationerne derfor giver et højere afkast end statsobligationer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt, afkast. Afkastet kan dog blive negativt, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Danske Obligationer Absolut

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	99.485	103.361	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	511	0	Indestående i depotselskab	57.234	12.678
I alt renter og udbytter	98.974	103.361	I alt likvide midler	57.234	12.678
3 Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
Obligationer	÷ 115.545	38.156	Not. obl. fra danske udstedere	6.544.340	4.694.176
4 Handelsomkostninger	0	0	I alt obligationer	6.544.340	4.694.176
I alt kursgevinster og -tab	÷ 115.545	38.156	Andre aktiver:		
I alt indtægter	÷ 16.571	141.517	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	34.582	32.550
5 Administrationsomkostninger	7.746	6.877	Andre tilgodehavender	1.127	0
Resultat før skat	÷ 24.317	134.640	I alt andre aktiver	35.709	32.550
Skat	0	0	Aktiver i alt	6.637.283	4.739.404
Årets nettoresultat	÷ 24.317	134.640	Passiver		
Overskudsdisponering			7 Medlemmernes formue	6.629.417	4.636.105
Foreslået udlodning	44.763	52.169	Anden gæld:		
Udbetalt acontoudlodning	62.192	49.206	Skyldige omkostninger	0	478
Overført til udlodning næste år	4.738	78	Mellemvær. vedr. handelsafv.	7.866	102.821
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	111.692	101.453	I alt anden gæld	7.866	103.299
Overført til formuen	÷ 136.009	33.187	Passiver i alt	6.637.283	4.739.404
I alt disponeret	÷ 24.317	134.640			

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	4,69	4,30	1,29	3,10	÷0,64
Indre værdi (DKK pr. andel)	104,72	106,94	105,69	106,64	103,67
Nettoresultat (t.DKK)	85.083	124.613	43.679	134.640	÷24.317
Udbytte (DKK pr. andel)	2,50	2,75	2,30	2,30	1,80
Administrationsomkostninger (pct.)	0,16	0,15	0,15	0,15	0,15
ÅOP	-	0,21	0,18	0,18	0,18
Omsætningshastighed (antal gange)	0,37	0,25	0,00	0,20	0,21
Medlemmernes formue (t.DKK)	2.196.359	3.453.799	4.749.579	4.636.105	6.629.417
Antal andele	20.973.927	32.298.054	44.939.053	43.474.044	63.946.932
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Danske Obligationer Absolut

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	99.332	103.361
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	153	0
I alt renteindtægter	99.485	103.361

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	511	0
I alt renteudgifter	511	0

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	÷ 112.638	38.156
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	÷ 2.907	0
I alt kursgevinster og -tab	÷ 115.545	38.156

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	0	0
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	0	0

	NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK			
	2015		2014	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Gebyrer til depotselskab	454	0	473	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	4.452	0	5.656	0
Øvrige omkostninger	0	0	111	0
Managementonorar	1.877	0	0	0
Fast administrationsonorar	963	0	637	0
I alt opdeltede adm.omk.	7.746	0	6.877	0
I alt adm.omkostninger		7.746		6.877

Foreningens betaling for varetægelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationsonorar og et managementonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationsonoraret udgør et "fast administrationsonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationsonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 6: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK	2015	2014
--	------	------

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING		
Renter og udbytter	98.974	103.361
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	511	0
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	21.442	2.497
Udlodning overført fra sidste år	78	2.676
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	121.005	108.534
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	7.746	6.877
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷ 1.567	÷ 204
I alt til rådighed for udlodning, netto	111.692	101.453

NOTE 7: MEDLEMMERNES FORMUE	2015	2014
-----------------------------	------	------

	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	43.474.044	4.636.105	44.939.053	4.749.579
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		÷ 52.169		÷ 53.927
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		2.777		5.300
Emissioner i året	30.721.775	3.204.733	13.177.437	1.408.140
Indløsninger i året	÷ 10.248.887	÷ 1.078.738	÷ 14.642.446	÷ 1.560.721
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		3.218		2.301
Foreslået udlodning		44.763		52.169
Overførsel af periodens resultat		÷ 136.009		33.187
Overført til udlodning næste år		4.738		78
I alt medlemmernes formue	63.946.932	6.629.417	43.474.044	4.636.105

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2015	2014
--------------------------------	------	------

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	98,7	101,3
I alt finansielle instrumenter	98,7	101,3
Øvrige akiver og passiver	1,3	÷ 1,3
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan 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, således at beholdningens beregnede varighed er på maksimalt 3 år. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« 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, der er knyttet til obligationsmarkedet, enkeltlandrisiko, 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 2015 et afkast på 0,34 pct. Afdelingen har intet benchmark, men det opnåede afkast var tilfredsstillende i forhold til markedsudviklingen for korte danske obligationer, som var 0,00 pct. i samme periode. Afdelingens resultat indfrie vores forventninger om et lavt positivt afkast. De faldende renter bidrog positivt til det samlede resultat. Derimod bidrog ændringerne i merrenten negativt til det samlede afkast for året 2015.

Markedet

Set fra dansk side har der været to store valutariske begivenheder i 2015 – den danske fastkurspolitik og de pengepolitiske lempelser fra ECB. Den schweiziske nationalbank besluttede den 15. januar 2015 at ophæve fastkurspolitikken over for EUR, hvilket medførte en del fokus på Danmarks fastkurspolitik mod EUR, og der blev spekuleret i, om DKK kunne blive styrket markant, som det skete for schweizerfrancen. På denne baggrund valgte mange indenlandske investorer at kurssikre sig, hvilket var med til at forstærke det opadgående pres på kronen. Nationalbanken forsvarede aktivt kronens kurs med store interventioner i valutamarke- det, stop for udstedelse af statsobligationer og rentenedsættelser. Nationalbanken kunne ved udgangen af 2015 notere sig, at kronen forblev stabil hen over året, og at de formåede at sikre fastkurspolitikken. Disse tiltag var medvirkende til, at renterne på korte obligationer faldt gennem året, mens renterne på lange obligationer var uforandret til svagt stigende. Statsobligationer klarede sig gennem året gennemsnitligt bedre end realkreditobligationer, da implementeringen af nye myndighedskrav til blandt andet bankerne medførte et øget incitament til at investere i statsobligationer i 2015.

Renten på en 2-årig statsobligation faldt hen over året med 0,5 procentpoint og endte året i -0,54 pct., mens renten på den toneangivende danske statsobligation 1,5% 2023 steg med 0,05 procentpoint til 0,59 pct.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,34 pct. Afdelingen var i 2015 primært investeret i realkreditobligationer. Rentefaldet i de korte renter medførte generelt de højeste afkast på afdelingens beholdning af obligationer lav rentefølsomhed. I den modsatte retning trak beholdningen af lange realkreditobligationer, som blev svækket af dels svagt stigende lange renter og dels en udvidelse af renteforskellen mellem stats- og realkreditobligationer som følge af blandt andet øget myndighedsregulering. Afdelingens bedste investering blev

Afdelingens profil

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: November 2009

Risikoindikator (1-7): 2

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060158590

Porteføljegrådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år	36,1%
1-3 år	57,2%
3-5 år	2,6%
5-10 år	0,4%
Øvrige inkl. likvide	3,7%

Nøgletal

Sharpe Ratio	1,21
Standardafvigelse	0,71

Danske Obligationer Absolut – Lav Risiko

beholdningen af 30-årige 3,5 %-obligationer, mens i den modsatte retning trak beholdningen af 15-årige 2 %-obligationer, som gav et negativt afkast på omkring 3 pct.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Verdens centralbanker har gennem de senere år holdt renterne på et ekstremt lavt niveau. Den amerikanske centralbank har dog signaleret en ende på den meget lempelige pengepolitik ved som ventet at hæve renten med 0,25 pct. i december 2015. Den Europæiske Centralbank har dog omvendt signaleret yderligere pengepolitiske tiltag, hvilket primært er en forlængelse af deres opkøbsprogram med det formål at holde renterne på et lavt niveau. En bedring af de økonomiske udsigter vil medføre et opadgående pres på renterne. Det kan påvirke afdelingens afkast negativt. Omvendt vil en svagere økonomisk vækst og inflation kunne forlænge centralbankernes lempelige pengepolitik og herved påvirke afkastet i positiv retning.

Den økonomiske udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren samt huspriserne, vil ligeledes have betydning for investorernes afkast. Det danske renteniveau er set i et historisk perspektiv meget lavt, og selv en svag rentestigning vil derfor kunne mindske afdelingens afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

I lyset af Den Europæiske Centralbanks opkøb af obligationer forventer vi, at renterne forbliver lave en rum tid endnu, men samtidig at Danmarks Nationalbank hæver renten i løbet af første kvartal. Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi, og ved indgangen til året har afdelingen en høj andel realkreditobligationer og en middelrenterisiko set i forhold til korte danske obligationer. Vi forventer, at rentespændet på realkreditobligationerne indsnævres i de kommende måneder, og at realkreditobligationerne derfor giver et højere afkast end statsobligationer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt, afkast. Afkastet kan dog blive negativt, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Danske Obligationer Absolut – Lav Risiko

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	69.528	69.406	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	353	0	Indestående i depotselskab	77.455	49.954
I alt renter og udbytter	69.175	69.406	I alt likvide midler	77.455	49.954
3 Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
Obligationer	÷51.060	÷33.969	Not. obl. fra danske udstedere	4.920.628	3.696.641
4 Handelsomkostninger	0	0	I alt obligationer	4.920.628	3.696.641
I alt kursgevinster og -tab	÷51.060	÷33.969	Andre aktiver:		
I alt indtægter	18.116	35.437	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	23.675	26.593
5 Administrationsomkostninger	5.629	5.178	Andre tilgodehavender	760	0
Resultat før skat	12.487	30.259	I alt andre aktiver	24.435	26.593
Skat	0	0	Aktiver i alt	5.022.518	3.773.188
Årets nettoresultat	12.487	30.259	Passiver		
Overskudsdisponering			7 Medlemmernes formue	5.022.314	3.639.392
Foreslået udlodning	39.567	35.266	Anden gæld:		
Udbetalt acontoudlodning	36.031	30.486	Skyldige omkostninger	0	273
Overført til udlodning næste år	698	3.032	Mellemvær. vedr. handelsafv.	204	133.523
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	76.297	68.784	I alt anden gæld	204	133.796
Overført til formuen	÷63.810	÷38.525	Passiver i alt	5.022.518	3.773.188
I alt disponeret	12.487	30.259			

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	3,39	3,40	1,48	0,97	0,34
Indre værdi (DKK pr. andel)	103,58	104,56	104,19	103,20	101,55
Nettoresultat (t.DKK)	52.343	79.368	49.975	30.259	12.487
Udbytte (DKK pr. andel)	2,75	2,25	2,00	1,90	1,80
Administrationsomkostninger (pct.)	0,16	0,15	0,15	0,15	0,15
ÅOP	-	0,21	0,18	0,18	0,18
Omsætningshastighed (antal gange)	1,16	0,35	0,07	0,48	0,33
Medlemmernes formue (t.DKK)	2.028.618	3.535.179	3.538.480	3.639.392	5.022.314
Antal andele	19.585.266	33.808.456	33.961.861	35.265.563	49.458.850
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Danske Obligationer Absolut – Lav Risiko

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	2015	2014		
NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK				
Noterede obligationer fra danske udstedere	69.528	69.406		
I alt renteindtægter	69.528	69.406		
NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK				
Andre renteudgifter	353	0		
I alt renteudgifter	353	0		
NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK				
Noterede obligationer fra danske udstedere	+51.060	+33.969		
I alt kursgevinster og -tab	+51.060	+33.969		
NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK				
Bruttohandelsomkostninger	0	0		
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0		
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	0	0		
NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK				
	2015	2014		
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Gebyrer til depotselskab	341	0	358	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	3.247	0	4.259	0
Øvrige omkostninger	0	0	83	0
Managementhonorar	1.340	0	0	0
Fast administrationshonorar	702	0	478	0
I alt opdelte adm.omk.	5.629	0	5.178	0
I alt adm.omkostninger	5.629		5.178	

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

	2015	2014		
NOTE 6: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK				
OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING				
Renter og udbytter	69.175	69.406		
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	353	0		
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	10.259	2.828		
Udlodning overført fra sidste år	3.032	1.942		
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	82.819	74.176		
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	5.629	5.178		
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷894	÷215		
I alt til rådighed for udlodning, netto	76.297	68.783		
NOTE 7: MEDLEMMERNES FORMUE				
	2015	2014		
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	35.265.563	3.639.392	33.961.861	3.538.480
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		+35.266		+37.358
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		÷156		2.673
Emissioner i året	21.803.929	2.218.626	7.433.646	771.542
Indløsninger i året	÷7.610.642	÷778.264	÷6.129.944	÷636.919
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		1.526		1.201
Foreslået udlodning		39.567		35.266
Overførsel af periodens resultat		÷63.810		÷38.525
Overført til udlodning næste år		698		3.032
I alt medlemmernes formue	49.458.850	5.022.314	35.265.563	3.639.392
SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN			2015	2014
Finansielle instrumenter i pct.				
Børsnoterede finansielle instrumenter			98,0	101,6
I alt finansielle instrumenter			98,0	101,6
Øvrige akiver og passiver			2,0	÷1,6
I alt			100,0	100,0

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

Danske Obligationer Allokering

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

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i obligationer udstedt i danske kroner eller euro, hvor 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, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er 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 2015 et negativt afkast på 0,49 pct., mens benchmark faldt 0,04 pct. Afdelingens afkast var i underkanten af det forventede afkast, men tilfredsstillende set i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter.

Markedet

Set fra dansk side har der været to store valutariske begivenheder i 2015 - den danske fastkurspolitik og de pengepolitiske lempelser fra ECB. Den schweiziske nationalbank besluttede den 15. januar 2015 at ophæve fastkurspolitikken over for EUR, hvilket medførte en del fokus på Danmarks fastkurspolitik mod EUR, og der blev spekuleret i, om DKK kunne blive styrket markant, som det skete for schweizerfrancen. På denne baggrund valgte mange indenlandske investorer at kurssikre sig, hvilket var med til at forstærke det opadgående pres på kronen. Nationalbanken forsvarede aktivt kronens kurs med store interventioner i valutamarke- det, stop for udstedelse af statsobligationer og rentenedsættelser. Nationalbanken kunne ved udgangen af 2015 notere sig, at kronen forblev stabil hen over året, og at de formåede at sikre fastkurspolitikken. Disse tiltag var medvirkende til, at renterne på korte obligationer faldt gennem året, mens renterne på lange obligationer var uforandret til svagt stigende. Statsobligationer klarede sig gennem året gennemsnitligt bedre end realkreditobligationer, da implementeringen af nye myndighedskrav til blandt andet bankerne medførte et øget incitament til at investere i statsobligationer i 2015.

Renten på en 2-årig statsobligation faldt hen over året med 0,5 procentpoint og endte året i -0,54 pct., mens renten på den toneangivende danske statsobligation 1,5% 2023 steg med 0,05 procentpoint til 0,59 pct.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,45 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Rentefaldet i de korte renter medførte generelt de højeste afkast på afdelingens beholdning af korte obligationer. I den modsatte retning trak beholdningen af specielt lange lav kupon realkreditobligationer, som blev svækket af dels svagt stigende lange renter og dels en udvidelse af renteforskellen mellem stats- og realkreditobligationer som følge af blandt andet øget myndighedsregulering. En af afdelingens bedste investering blev beholdningen af

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

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år	23,5%
1-3 år	33,9%
3-5 år	24,9%
5-10 år	12,9%
Øvrige inkl. likvide	4,8%

Nøgletal

Sharpe Ratio	0,95
Standardafvigelse	1,42
Tracking error	0,72
Information Ratio	-0,08
Sharpe Ratio (benchm.)	0,78
Standardafvigelse (benchm.)	1,78

Måleperiode: Feb. 2013 til dec. 2015

Danske Obligationer Allokering

høj kupon realkreditobligationer, som gennem året gav et afkast på mellem 1 pct. og 3 pct. I den modsatte retning trak beholdningen af lange konverterbare lav kupon realkreditobligationer, som gav negative afkast op til 6 pct.

Gennem året havde afdelingen en overvægt af realkreditobligationer og en tilsvarende undervægt af statsobligationer, hvilket bidrog negativt til det relative afkast, da realkreditobligationer i gennemsnit klarede sig dårligere end statsobligationer.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Verdens centralbanker har gennem de senere år holdt renterne på et ekstremt lavt niveau. Den amerikanske centralbank har dog signaleret en ende på den meget lempelige pengepolitik ved som ventet at hæve renten med 0,25 pct. i december 2015. Den Europæiske Centralbank har dog omvendt signaleret yderligere pengepolitiske tiltag, hvilket primært er en forlængelse af deres opkøbsprogram med det formål at holde renterne på et lavt niveau. En bedring af de økonomiske udsigter vil medføre et opadgående pres på renterne. Det kan påvirke afdelingens afkast negativt. Omvendt vil en svagere økonomisk vækst og inflation kunne forlænge centralbankernes lempelige pengepolitik og herved påvirke afkastet i positiv retning.

Den økonomiske udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren samt huspriserne, vil ligeledes have betydning for investorerens afkast. Det danske renteniveau er set i et historisk perspektiv meget lavt, og selv en svag rentestigning vil derfor kunne mindske afdelingens afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

I lyset af ECB's opkøb forventer vi, at renterne forbliver lave en rum tid endnu, men samtidig at Danmarks Nationalbank hæver renten i løbet af første kvartal. Afdelingen har en overvægt af realkreditobligationer og en svag overvægt af renterisiko set i forhold til benchmark. Vi forventer, at rentespændet på realkreditobligationerne indsnævres i 2016, og at realkreditobligationerne derfor giver et højere afkast end statsobligationer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 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, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Danske Obligationer Allokering

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	85.442	67.587	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	505	0	Indestående i depotselskab	181.434	29.624
I alt renter og udbytter	84.937	67.587	I alt likvide midler	181.434	29.624
Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
Obligationer	÷97.216	21.700	Not. obl. fra danske udstedere	5.127.798	3.441.811
Afledte finansielle instr.	375	1.431	Not. obl. fra udl. udstedere	0	110.970
4 Handelsomkostninger	0	0	I alt obligationer	5.127.798	3.552.781
I alt kursgevinster og -tab	÷96.840	23.131	Andre aktiver:		
I alt indtægter	÷11.904	90.718	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	29.380	26.134
5 Administrationsomkostninger	12.301	15.839	Mellemvær. vedr. handelsafv.	1.853	0
Resultat før skat	÷24.205	74.879	I alt andre aktiver	31.233	26.134
Skat	0	0	Aktiver i alt	5.340.465	3.608.540
Årets nettoresultat	÷24.205	74.879	Passiver		
Overskudsdisponering			7 Medlemmernes formue	5.070.988	3.547.731
Foreslået udlodning	34.999	48.076	Anden gæld:		
Overført til udlodning næste år	2.118	1.366	Skyldige omkostninger	142	970
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	37.117	49.442	Mellemvær. vedr. handelsafv.	269.335	59.839
Overført til formuen	÷61.321	25.437	I alt anden gæld	269.477	60.809
I alt disponeret	÷24.205	74.879	Passiver i alt	5.340.465	3.608.540

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	2013	2014	2015
Afkast (pct.)*	-	-	1,44	3,05	÷0,49
Benchmarkafkast (pct.)*	-	-	0,26	4,39	÷0,04
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	101,44	103,31	101,42
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	3.056	74.879	÷24.205
Udbytte (DKK pr. andel)	-	-	1,20	1,40	0,70
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	0,56	0,55	0,27
ÅOP	-	-	0,59	0,58	0,58
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	0,00	0,13	0,19
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	1.994.712	3.547.731	5.070.988
Antal andele	-	-	19.664.935	34.339.794	49.998.102
Stykstørrelse i DKK	-	-	100	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

	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	84.047	66.039
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	1.395	1.548
I alt renteindtægter	85.442	67.587

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Andre renteudgifter	505	0
I alt renteudgifter	505	0

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	+95.792	21.464
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	+1.424	235
Renteforretninger	375	1.431
I alt kursgevinster og -tab	+96.840	23.131

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	0	0
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	0	0

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015		2014	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	60	71
Managementonorar	7.763	0	13.010	0
Fast administrationsonorar	4.538	0	2.698	0
I alt opdelte adm.omk.	12.301	0	15.768	71
I alt adm.omkostninger		12.301		15.839

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationsonorar og et managementonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationsonoraret udgør et "fast administrationsonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationsonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 6: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK

	2015	2014
OPGØRELSE AF TIL RÅDGIGHED FOR UDLODNING		
Renter og udbytter	84.937	67.587
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	505	0
Kursgevinst til udlodning	+43.505	+14.515
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	8.516	13.973
Udlodning overført fra sidste år	1.366	1.637
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	51.820	68.682
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	12.301	15.839
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	+2.402	+3.401
I alt til rådighed for udlodning, netto	37.117	49.442

NOTE 7: MEDLEMMERNES FORMUE

	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	34.339.794	3.547.731	19.664.935	1.994.712
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		+48.076		+23.598
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		1.197		+3.924
Emissioner i året	27.899.478	2.842.968	18.738.780	1.921.687
Indløsninger i året	+12.241.170	+1.251.263	+4.063.921	+418.379
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		2.637		2.353
Foreslået udlodning		34.999		48.076
Overførsel af periodens resultat		+61.321		25.437
Overført til udlodning næste år		2.118		1.366
I alt medlemmernes formue	49.998.102	5.070.988	34.339.794	3.547.731

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle instrumenter i pct.

	2015	2014
Børsnoterede finansielle instrumenter	101,1	100,1
I alt finansielle instrumenter	101,1	100,1
Øvrige aktiver og passiver	+1,1	+0,1
I alt	100,0	100,0

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

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			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	30.167	25.336	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	173	0	Indestående i depotselskab	97.430	7.945
I alt renter og udbytter	29.994	25.336	I alt likvide midler	97.430	7.945
3 Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
Obligationer	÷33.688	10.513	Not. obl. fra danske udstedere	1.963.190	1.195.379
Afledte finansielle instr.	142	413	Not. obl. fra udl. udstedere	0	45.765
4 Handelsomkostninger	0	0	I alt obligationer	1.963.190	1.241.144
I alt kursgevinster og -tab	÷33.546	10.926	Andre aktiver:		
I alt indtægter	÷3.552	36.261	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	10.812	9.457
5 Administrationsomkostninger	4.495	6.005	Mellemvær. vedr. handelsafv.	98	0
Resultat før skat	÷8.047	30.256	I alt andre aktiver	10.910	9.457
Skat	0	0	Aktiver i alt	2.071.529	1.258.546
Årets nettoresultat	÷8.047	30.256	Passiver		
Overskudsdisponering			6 Medlemmernes formue	1.957.671	1.246.228
Overført til formuen	÷8.047	30.256	Anden gæld:		
I alt disponeret	÷8.047	30.256	Skyldige omkostninger	54	315
			Mellemvær. vedr. handelsafv.	113.804	12.003
			I alt anden gæld	113.859	12.318
			Passiver i alt	2.071.529	1.258.546

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	2013	2014	2015
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	÷954	30.256	÷8.047
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	0,00	0,07	0,26
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	556.127	1.246.228	1.957.671

* 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	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	29.581	24.729
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	586	607
I alt renteindtægter	30.167	25.336

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	173	0
I alt renteudgifter	173	0

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	÷33.126	10.461
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	÷562	51
Renteopretninger	142	413
I alt kursgevinster og -tab	÷33.546	10.926

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	0	0
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	0	0

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015		2014	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	58	23
Managementhonorar	2.825	0	4.898	0
Fast administrationshonorar	1.670	0	1.027	0
I alt opdelte adm.omk.	4.495	0	5.983	23
I alt adm.omkostninger		4.495		6.005

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter

NOTE 6: MEDLEMMERNES FORMUE	2015	2014
	Antal andele i 1.000 DKK	Formueværdi i 1.000 DKK

Medlemmernes formue primo	1.246.228	556.127
Emissioner i året	1.044.226	1.047.144
Indløsninger i året	÷326.010	÷388.876
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	1.274	1.577
Overførsel af periodens resultat	÷8.047	30.256
I alt medlemmernes formue	1.957.671	1.246.228

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2015	2014
--------------------------------	------	------

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	100,3	99,6
I alt finansielle instrumenter	100,3	99,6
Øvrige aktiver og passiver	÷0,3	0,4
I alt	100,0	100,0

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

Danske Obligationer Allokering – Akk., klasse DKK Wh

Andelsklasse under Danske Obligationer Allokering – Akkumulerende KL

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« 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, hvor 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 valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er 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 risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 2 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2015 et negativt afkast på 0,51 pct., mens benchmark faldt 0,04 pct. Andelsklassens afkast var i underkanten af det forventede afkast, men tilfredsstillende set i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter.

Markedet

Set fra dansk side har der været to store valutariske begivenheder i 2015 - den danske fastkurspolitik og de pengepolitiske lempelser fra ECB. Den schweiziske nationalbank besluttede den 15. januar 2015 at ophæve fastkurspolitikken over for EUR, hvilket medførte en del fokus på Danmarks fastkurspolitik mod EUR, og der blev spekuleret i, om DKK kunne blive styrket markant, som det skete for schweizerfrancen. På denne baggrund valgte mange indenlandske investorer at kurssikre sig, hvilket var med til at forstærke

det opadgående pres på kronen. Nationalbanken forsvarede aktivt kronens kurs med store interventioner i valutamarke- det, stop for udstedelse af statsobligationer og rentenedsættelser. Nationalbanken kunne ved udgangen af 2015 notere sig, at kronen forblev stabil hen over året, og at de formåede at sikre fastkurspolitikken. Disse tiltag var medvirkende til, at renterne på korte obligationer faldt gennem året, mens renterne på lange obligationer var uforandret til svagt stigende. Statsobligationer klarede sig gennem året gennemsnitligt bedre end realkreditobligationer, da implementeringen af nye myndighedskrav til blandt andet bankerne medførte et øget incitament til at investere i statsobligationer i 2015.

Renten på en 2-årig statsobligation faldt hen over året med 0,5 procentpoint og endte året i -0,54 pct., mens renten på den toneangivende danske statsobligation 1,5% 2023 steg med 0,05 procentpoint til 0,59 pct.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,47 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Rentefaldet i de korte renter medførte generelt de højeste afkast på andelsklassens beholdning af korte obligationer. I den modsatte retning trak beholdningen af specielt lange lav kupon realkreditobligationer, som blev svækket af dels svagt stigende lange renter og dels en udvidelse af renteforskellen mellem stats- og realkreditobligationer som følge af blandt andet øget myndighedsregulering. En af andelsklassens bedste investeringer blev beholdningen af høj kupon realkreditobligationer, som gennem året gav et afkast på mellem 1 pct. og 3 pct. I den modsatte retning trak beholdningen af lange konverterbare lav kupon realkreditobligationer, som gav negative afkast op til 6 pct.

Gennem året havde andelsklassen en overvægt af realkreditobligationer og en tilsvarende undervægt af statsobligationer, hvilket bidrog negativt til det relative afkast, da realkreditobligationer i gennemsnit klarede sig dårligere end statsobligationer.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Verdens centralbanker har gennem de senere år holdt renterne på et ekstremt lavt niveau. Den amerikanske central-

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Oktober 2013
Risikoindikator (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	23,5%
1-3 år	32,9%
3-5 år	25,6%
5-10 år	12,1%
Øvrige inkl. likvide	5,9%

Nøgletal

Sharpe Ratio	1,14
Standardafvigelse	1,32
Tracking error	0,73
Information Ratio	-0,54
Sharpe Ratio (benchm.)	1,15
Standardafvigelse (benchm.)	1,65

Måleperiode: Okt. 2013 til dec. 2015

Danske Obligationer Allokering – Akk., klasse DKK Wh

Andelsklasse under Danske Obligationer Allokering – Akkumulerende KL

bank har dog signaleret en ende på den meget lempelige pengepolitik ved som ventet at hæve renten med 0,25 pct. i december 2015. Den Europæiske Centralbank har dog omvendt signaleret yderligere pengepolitiske tiltag, hvilket primært er en forlængelse af deres opkøbsprogram med det formål at holde renterne på et lavt niveau. En bedring af de økonomiske udsigter vil medføre et opadgående pres på renterne. Det kan påvirke afdelingens afkast negativt. Omvendt vil en svagere økonomisk vækst og inflation kunne forlænge centralbankernes lempelige pengepolitik og herved påvirke afkastet i positiv retning.

Den økonomiske udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren samt huspriserne, vil ligeledes have betydning for investorernes afkast. Det danske renteniveau er set i et historisk perspektiv meget lavt, og selv en svag rentestigning vil derfor kunne mindske afdelingens afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

I lyset af ECB's opkøb forventer vi, at renterne forbliver lave en rum tid endnu, men samtidig at Danmarks Nationalbank hæver renten i løbet af første kvartal. Afdelingen har en overvægt af realkreditobligationer og en svag overvægt af renterisiko set i forhold til benchmark. Vi forventer, at rentespændet på realkreditobligationerne indsnævres i 2016, og at realkreditobligationerne derfor giver et højere afkast end statsobligationer.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 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, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Danske Obligationer Allokering – Akkumulerende, klasse 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	2015
Afkast (pct.)*	-	-	0,71	3,40	÷0,51
Benchmarkafkast (pct.)*	-	-	0,49	4,39	÷0,04
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	100,71	104,13	103,59
Nettoreultat (t.DKK)*	-	-	÷954	30.256	÷8.047
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	0,67	0,55	0,27
ÅOP	-	-	0,70	0,58	0,58
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	556.127	1.246.228	1.957.671
Antal andele	-	-	5.522.308	11.968.470	18.897.751
Stykstørrelse i DKK	-	-	100	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷3.552	36.211
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	4.495	5.955
Klassens resultat	÷8.047	30.256
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	1.246.228	556.127
Emissioner i året	1.044.226	1.047.144
Indløsninger i året	÷326.010	÷388.876
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	1.274	1.577
Overførsel af periodens resultat	÷8.047	30.256
Medlemmernes formue ultimo	1.957.671	1.246.228
Antal andele		
Andele primo året	11.968.470	5.522.308
Emissioner i året	10.080.808	10.209.436
Indløsninger i året	÷3.151.527	÷3.763.274
Andele ultimo året	18.897.751	11.968.470

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 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i udenlandske aktier i selskaber, der arbejder i de nyindustrialiserede lande, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på disse markeder. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et aktiemarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Afdelingen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving, og nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre valuta ud af landet, ellers kan de gøre det med kort varsel. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er 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 2015 et negativt afkast på 4,13 pct., mens benchmark faldt 5,02 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men det har ikke indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af lavere råvarepriser, usikkerhed om udviklingen i den økonomiske vækst, faldende kinesisk efterspørgsel og svækkede valutakurser.

Markedet

Året bød på udfordringer for aktier fra de nye markeder. Markederne var indledningsvist relativt robuste, og bølgen af globale pengepolitiske lempelser medførte endda kursstigninger i første kvartal af 2015. I sidste ende faldt tilliden på grund af kraftigt faldende råvarepriser, den langstrakte finanskrisen i Grækenland og fornyet bekymring om Kinas økonomiske opbremsning. Valutaerne fra de fleste nye markeder blev svækket over USD. Usikkerheden blev kun større af den amerikanske centralbanks (Feds) blandede renteudmeldinger. Da Fed endelig forhøjede renten i december, reagerede markedet dog kun afdæmpet, da virkningen af en renteforhøjelse allerede var indregnet. Investorerne blev også i nogen grad beroliget af Feds udmelding om gradvise renteforhøjelser i 2016.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,89 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Afmatningen på markedet blev til dels opvejet af et gunstigt aktievalg i Latinamerika. I Mexico fortsatte lufthavnsoperatøren Asur de positive takter drevet af konstant vækst i passagertallet, og tapperiet FEMSA, der også driver detailbutikker, steg oven på opkøb i selskabets apotekerforretning. Overvægten af Brasilien eliminerede dog noget af gevinsten, da de brasilianske aktier styrtdykkede, og realen blev yderligere svækket som følge af øget usikkerhed om præsident Dilma Rousseffs vilje til at sikre budgetdisciplin samt S&P's nedjustering af landets gæld.

Afdelingen havde positiv eksponering mod EMEA. Der var kursstigninger og især på det sydafrikanske bryggeri SAB-Miller, efter at det kom frem, at der var udsigt til et købstilbud

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	17,4%
Hongkong	10,7%
Mexico	8,3%
Brasilien	8,3%
Syd Korea	6,2%
Øvrige inkl. likvide	49,1%

Nøgletal

Sharpe Ratio	-0,15
Standardafvigelse	14,90
Tracking error	5,12
Information Ratio	-0,32
Sharpe Ratio (benchm.)	-0,05
Standardafvigelse (benchm.)	14,14
Active share	82,86

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Emerging Markets

fra konkurrenten ABI. I Polen klarede fødevarerækeden Jeronimo Martins sig fortsat godt, og selskabets resultater viste driftsforbedringer

I Asien bidrog vores undervægt af Kina igen negativt til resultatet. Der var store kursstigninger på de kinesiske aktier i begyndelsen af året som reaktion på en bølge af bør-sintroduktioner, en markant stigning i marginhandler samt pengepolitiske lempelser. Selvom svage økonomiske nøgletal medførte faldende kurser i andet halvår, endte indekset alligevel året med et af de højeste afkast.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Der vil blive holdt skarpt øje med, hvor hurtigt Fed går frem med sine renteforhøjelser i 2016. Hvis renten forhøjes hurtigere end ventet, kan det udgøre en risiko for udviklingsmarkederne, og særligt hvis det medfører, at USD styrkes over for valutaerne i de nye markeder. Dette ville især tynde de lande, som har optaget store lån i USD som Brasilien, Rusland og Tyrkiet, da deres gældsbyrde så vil stige målt i lokal valuta. Afdelingen har en overvægt af alle tre markeder i forhold til benchmark.

Faldende kinesisk efterspørgsel, som medfører lavere råvarepriser, udgør også en risiko for eksportørerne på de nye markeder. Da olieprisen er på vej ned under 40 USD pr. tønde, synes udsigterne for energisektoren på den korte bane at være ganske udfordrende. Når det er sagt, så har afdelingen mindre eksponering til energisektoren end benchmark, så den er relativt ufølsom over for den manglende prisstabilitet på råvarer.

Politisk usikkerhed kan også tynde erhvervstilliden og ikke mindst i Indien og Brasilien, som er afdelingens største absolutte positioner. I Brasilien kan den mere og mere omfattende korrupsionsskandale kombineret med forværrede økonomiske forhold stikke en kæp i hjulet på regeringens planlagte nedskæringer. Trods disse udfordringer har vi fortsat tiltro til vores investeringer, hvoraf de fleste er i markedsførende selskaber, som har klaret sig godt under de svære markedsvilkår.

Forventninger til markedet samt strategi

Den amerikanske centralbank gennemførte den første renteforhøjelse og understregede samtidig, at den fremover kun vil forhøje renten gradvist. Det blev godt modtaget af investorerne, og der er håb om, at man igen kan rette fokus på de økonomiske nøgletal. Generelt er de nye markeder nu bedre i stand til at håndtere stigende renter, end de var det i 2013, hvor Fed meddelte beslutningen om at neddrose sine obligationsopkøb. Det skyldes bedre eksterne balancer og højere valutareserver.

Vi ser fortsat gode muligheder til trods for de store markedsudsving og ser fortsat positivt på det langsigtede potentiale på de nye markeder. Den negative tillid blandt investorerne har ramt aktiekurserne over en bred kam, og aktierne synes nu rimeligt værdisat både historisk set og relativt. Vi forventer også en moderat bedring af selskabernes indtjening i 2016. Mange selskaber – især uden for råvaresektoren – arbejder på at fastholde eller forbedre deres marginer, og de burde kunne se frem til en forbedret indtjening.

Vi har fortsat primært overvægt af indenlandskorienterede 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 positivt 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 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Emerging Markets

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	342	75	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	265	26	Indestående i depotselskab	90.876	117.108
3 Udbytter	158.395	194.341	I alt likvide midler	90.876	117.108
I alt renter og udbytter	158.473	194.390	Kapitalandele:		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. aktier fra udl. selskaber	5.397.483	6.569.089
Kapitalandele	÷50.881	688.143	I alt kapitalandele	5.397.483	6.569.089
Valutakonti	20.039	23.584	Andre aktiver:		
Øvrige aktiver/passiver	2	72	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	10.069	9.745
5 Handelsomkostninger	0	0	Aktuelle skatteaktiver	1.409	68
I alt kursgevinster og -tab	÷30.841	711.799	I alt andre aktiver	11.478	9.813
I alt indtægter	127.632	906.189	Aktiver i alt	5.499.837	6.696.010
6 Administrationsomkostninger	97.309	111.662	Passiver		
Resultat før skat	30.323	794.527	9 Medlemmernes formue	5.499.403	6.681.619
7 Skat	14.678	20.936	Anden gæld:		
Årets nettoresultat	15.645	773.591	Skyldige omkostninger	434	4.724
Overskudsdisponering			Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	9.667
Foreslået udlodning	819.735	374.543	I alt anden gæld	434	14.391
Overført til udlodning næste år	1.229	1.320	Passiver i alt	5.499.837	6.696.010
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	820.964	375.863			
Overført til formuen	÷805.319	397.728			
I alt disponeret	15.645	773.591			

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	÷7,27	24,11	÷11,58	10,52	÷4,13
Benchmarkafkast (pct.)	÷15,92	16,86	÷6,82	11,18	÷5,02
Indre værdi (DKK pr. andel)	33.313,20	37.690,13	31.765,76	33.538,06	30.659,03
Nettoresultat (t.DKK)	÷512.466	1.391.516	÷882.534	773.591	15.645
Udbytte (DKK pr. andel)	3.300,00	1.750,00	1.440,00	1.880,00	4.570,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,48	1,50	1,54	1,56	1,62
ÅOP	1,81	1,82	1,87	1,87	1,84
Omsætningshastighed (antal gange)	0,00	0,00	0,03	0,00	0,00
Medlemmernes formue (t.DKK)	5.706.351	7.761.453	6.375.420	6.681.619	5.499.403
Antal andele	171.294	205.928	200.701	199.225	179.373
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	2015	2014
Indestående i depotselskab	342	75
I alt renteindtægter	342	75

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	265	26
I alt renteudgifter	265	26

NOTE 3: UDBYTTETTER I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	158.395	194.341
I alt udbytter	158.395	194.341

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	+50.881	688.143
Valutakonti	20.039	23.584
Øvrige aktiver/passiver	2	72
I alt kursgevinster og -tab	+30.841	711.799

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷6.924	÷5.554
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	6.924	5.554
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	0	0

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015		2014	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	995	0	1.809	218
Managementhonorar	87.927	0	100.365	0
Fast administrationshonorar	8.386	0	9.270	0
I alt opdelte adm.omk.	97.309	0	111.444	218
I alt adm.omkostninger		97.309		111.662

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	14.678	20.936
I alt skat	14.678	20.936

NOTE 8: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK	2015	2014
--	------	------

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING		
Renter og udbytter	158.473	194.390
Ikke refunderbar udbytteskat	÷14.678	÷20.936
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	÷1.104	÷69
Kursgevinst til udlodning	739.864	347.135
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter; udbytter og kursgevinster	37.781	÷43.288
Udlodning overført fra sidste år	1.320	0
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	921.656	477.232
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	97.309	111.662
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷3.383	10.293
I alt til rådighed for udlodning, netto	820.964	375.863

NOTE 9: MEDLEMMERNES FORMUE	2015	2014
-----------------------------	------	------

	Antal andele		Formueværdi	
	i 1.000 DKK		i 1.000 DKK	
Medlemmernes formue primo	199.225	6.681.619	200.701	6.375.420
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷374.543		÷289.009
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		78.372		÷48.460
Emissioner i året	44.073	1.452.981	49.549	1.569.828
Indløsninger i året	÷63.925	÷2.364.016	÷51.025	÷1.707.804
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		9.345		8.055
Foreslået udlodning		819.735		374.543
Overførsel af periodens resultat		÷805.319		397.728
Overført til udlodning næste år		1.229		1.320
I alt medlemmernes formue	179.373	5.499.403	199.225	6.681.619

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2015	2014
--------------------------------	------	------

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	98,1	98,3
I alt finansielle instrumenter	98,1	98,3
Øvrige aktiver og passiver	1,9	1,7
I alt	100,0	100,0

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

Euro – Accumulating KL

Afdelingen investerer i obligationer denomineret i EUR og med en restløbetid på maksimalt 12 måneder. Obligationer skal mindst være AA-/Aa3 eller højere.

Afdelingen udbydes i en andelsklasse:

- Euro, klass SEK Y

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

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

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

Euro – Accumulating KL

Resultatopgørelse		Balance	
14.9.-31.12.2015 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	
		Aktiver	
		Likvide midler:	
		Indestående i depotselskab	194
		I alt likvide midler	194
		Obligationer:	
		Not. obl. fra udl. udstedere	16.315
		I alt obligationer	16.315
		Andre aktiver:	
		Tilg.hav. renter; udbytter m.m.	202
		I alt andre aktiver	202
		Aktiver i alt	16.710
		Passiver	
		5 Medlemmernes formue	16.676
		Anden gæld:	
		Skyldige omkostninger	1
		Mellemvær. vedr. handelsafv.	33
		I alt anden gæld	34
		Passiver i alt	16.710
Renter og udbytter:			
1 Renteindtægter	71		
I alt renter og udbytter	71		
2 Kursgevinster og -tab:			
Obligationer	÷ 107		
Valutakonti	55		
Øvrige aktiver/passiver	0		
3 Handelsomkostninger	÷ 11		
I alt kursgevinster og -tab	÷ 63		
I alt indtægter	8		
4 Administrationsomkostninger	14		
Resultat før skat	÷ 6		
Skat	0		
Årets nettoresultat	÷ 6		
Overskudsdisponering			
Overført til formuen	÷ 6		
I alt disponeret	÷ 6		

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	-	-	2015
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	-	÷ 6
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	-	0,00
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	-	16.676

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Euro – 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	2015	
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	71	
I alt renteindtægter	71	
NOTE 2: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	+ 107	
Væltakonti	55	
Øvrige aktiver/passiver	0	
Handelsomkostninger	+ 11	
I alt kursgevinster og -tab	+ 63	
NOTE 3: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	
Bruttohandelsomkostninger	+ 11	
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+ 11	
NOTE 4: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	10	0
Fast administrationshonorar	4	0
I alt opdelte adm.omk.	14	0
I alt adm.omkostninger		14

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 5: MEDLEMMERNES FORMUE	2015
	Antal andele Formueværdi i 1.000 DKK
Emissioner i året	19.058
Indløsninger i året	+ 2.380
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	5
Overførsel af periodens resultat	+ 6
I alt medlemmernes formue	16.676
SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2015
Finansielle instrumenter i pct.	
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,8
I alt finansielle instrumenter	97,8
Øvrige aktiver og passiver	2,2
I alt	100,0

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

Euro, klass SEK Y

Andelsklasse under Euro – Accumulating KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« 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 obligationer denomineret i EUR og med en restløbetid på maksimalt 12 måneder. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den korte euro rente. Afdelingen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakursen mellem EUR og SEK påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til enkeltlande, obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, modpartsrisiko og valuta.

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

Afkast og benchmark

Andelsklassen blev introduceret den 14. september 2015. Andelsklassen gav i perioden 14. september 2015 til 31. december 2015 et negativt afkast på 2,07 pct. målt i SEK, mens benchmark faldt 2,05 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var tilfredsstillende set i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter.

Markedet

Korte europæiske statsobligationer gav et pænt afkast i 2015. Opbremsningen i Kina, de lavere råvarepriser, politisk uro, flygtningekrisen og inflation nær nul pct. tvang Den Europæiske Centralbank (ECB) til at implementere ekstraordinære tiltag på årets sidste møde i december. Indskudsrenten for euroområdet blev sænket yderligere til -0,30 pct. Sammen med ECB's program for opkøb af statsobligationer faldt den korte rente længere ned i det negative felt. I hele efteråret lå EUR/SEK i niveauet 9,15-9,50.

Vurdering af afdelingens resultat

Andelsklassens afkast var 0,02 procentpoint lavere end ændringen i benchmark, og der var således en tilfredsstillende overensstemmelse mellem afdelingens afkast og udviklingen i benchmark. SEK svækkedes i de første uger, efter at afdelingen var åbnet, men senere på efteråret genvandt valutaen en pæn del af sin styrke. SEK fik også lidt hjælp af bedre økonomiske nøgletal og af Riksbankens beslutning i december om at holde reforenten uændret på -0,35 pct.

Andelsklassens formue blev investeret i AA-Aa3-statsobligationer i euroområdet. Obligationerne havde en løbetid på under seks måneder og bestod blandt andet af tyske, franske, hollandske og finske papirer. Derudover udløber den østrigske statsobligation i september 2016. Varigheden lå på mellem 0.30 år og 0.50 år.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Der er en risiko for, at SEK vil styrkes yderligere over for EUR, da Sverige har positive vækstudsigter og højere inflation end euroområdet. Riksbanken behøver måske ikke at sænke reforenten yderligere, og omvendt bliver ECB måske nødt til at gennemføre yderligere tiltag for at skabe højere

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: September 2015

Risikoindikator (1-7): 4

Benchmark: EUR SEK

Fondskode: DK0060644854

Porteføljerådgiver: Danske Capital - Sampo Bank Finland

Løbetidsfordeling

Korte obligationer	98,8%
Øvrige inkl. likvide	1,2%

Euro, klass SEK Y

Andelsklasse under Euro – Accumulating KL

inflation forventninger. De helt korte renter vil formentlig holde sig under nul i det næste års tid, da ECB har forlænget sit opkøbsprogram fra september 2016 til udgangen af marts 2017. Hvis renten skulle stige, vil det ikke få den helt store effekt, da andelsklassens investeringer har meget kort varighed.

Forventninger til markedet samt strategi

Andelsklassen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så udviklingen afhænger af valutakursudviklingen i EUR/SEK. Riksbanken ønsker ikke, at SEK bliver styrket for meget. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et afkast på niveau med kursudviklingen mellem EUR og SEK.

Euro, klass SEK Y

Andelsklasse under Euro – Accumulating KL

Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	-	-	2015
Afkast i SEK (pct.)*	-	-	-	-	÷2,07
Benchmarkafkast i SEK (pct.)*	-	-	-	-	÷2,05
Indre værdi (SEK pr. andel)	-	-	-	-	97,93
Nettoreultat (t.DKK)*	-	-	-	-	÷6
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	0,35
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	-	16.676
Antal andele	-	-	-	-	208.975
Stykstørrelse i SEK	-	-	-	-	100

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	14.9.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	8
Klassenspecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	14
Klassens resultat	÷6
Finansielle instrumenter i pct	2015
Øvrige finansielle instrumenter	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0
Medlemmernes formue	2015
Formueværdi i 1.000 DKK	
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i året	19.058
Indløsninger i året	÷2.380
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	5
Overførsel af periodens resultat	÷6
Medlemmernes formue ultimo	16.676
Antal andele	
Andele primo året	0
Emissioner i året	238.820
Indløsninger i året	÷29.845
Andele ultimo året	208.975

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 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer i udenlandske obligationer med hovedvægten på virksomheds- og kreditobligationer udstedt i EUR. 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, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er 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 risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 3 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et negativt afkast på 1,42 pct., mens benchmark faldt med 1,11 pct. Afdelingens afkast var til-

fredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men det opnåede afkast har ikke indfriet vores forventning om et lavt, men positivt, afkast på grund af stigende renter samt udvidelse af merrenten på virksomhedsobligationer med høj kreditkvalitet i forhold til tilsvarende statsobligationer (kreditspændet).

Markedet

Markedet for virksomhedsobligationer med høj kreditkvalitet var i 2015 præget af store udsving primært drevet af Den Europæiske Centralbanks, ECB's, opkøbsprogram af obligationer, uro i relation til valget i Grækenland i starten af 2015, faldende økonomisk vækst i Kina samt faldende priser på råvarer, hvor ikke mindst den faldende oliepris skabte udfordringer for mange selskaber.

Markedet var i begyndelsen af 2015 præget af ECB's store opkøbsprogram af statsobligationer. Renterne faldt markant frem til medio april 2015, hvorefter de igen steg og udlignede faldet. Kreditspændene kørte ind frem til 9. marts 2015, hvor opkøbsprogrammet startede for blot at køre ud til samme niveau, som da året startede på frem mod ultimo marts. I andet kvartal kørte kreditspændene kraftigt ud, da der var stor usikkerhed i relation til valget i Grækenland, den økonomiske vækst var aftagende i Kina, samt at råvarepriserne var faldende. Samtidig var der en markant udstedelse af nye kreditobligationer, hvilket lagde et pres på kreditspændene. I løbet af juli 2015 kom der igen købere i markedet, men det holdt ikke længe, og kreditspændene fortsatte ud til årets højeste niveau ultimo september 2015 drevet af et fortsat pres på råvarepriserne, ligesom skandalen hos VW også påvirkede markedet negativt. I fjerde kvartal 2015 kørte kreditspændene en smule ind igen, hvilket primært var drevet af, at der ikke havde været væsentlige negative overskrifter i kvartalet, ligesom udstedelsen af kreditobligationer var relativt lav i denne periode.

Den økonomiske vækst overraskede positivt i Europa, omend inflationen fortsat var lav, og under ECB's ønskede niveau. Sidst på året nedsatte ECB den pengepolitiske rente og for-

Afdelingens profil

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Marts 2005
Risikoindikator (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
Porteføljeadgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år	6,5%
1-3 år	21,3%
3-5 år	24,1%
5-10 år	42,2%
Over 10 år	0,2%
Øvrige inkl. likvide	5,7%

Nøgletal

Sharpe Ratio	0,93
Standardafvigelse	3,33
Tracking error	0,44
Information Ratio	0,24
Sharpe Ratio (benchm.)	0,97
Standardafvigelse (benchm.)	3,09

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Euro Investment Grade Corporate Bonds Restricted

længede de månedlige opkøb af europæiske statsobligationer, mens den amerikanske centralbank hævede renten for første gang i næsten 10 år.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,31 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Papirvalget gav det største positive bidrag til det relative afkast, hvor særligt investeringer inden for forsikring, banker og forsyningsvirksomhed stod for de største positive bidrag, mens basisindustri og ikke-cyklisk forbrug bidrog negativt. Det største enkeltbidrag kom fra det belgiske forsikringselskab Ageas. Afdelingen havde en noget større kursfølsomhed over for generelle ændringer af kreditspændene end benchmark og blev derfor hårdere ramt af udvidelsen af kreditspændene. Sektorallokeringen gav et positivt bidrag til resultatet, som primært kom fra en overvægt i forsikringssektoren og undervægt i basisindustri.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Selvom ECB's opkøb af statsobligationer forventes at holde renterne lave i en længere periode, er der risiko for en afsmittende effekt fra de stigende amerikanske renter, da USA er noget længere fremme i vækstcyklen end Europa, og det er svært at se, at de europæiske renter afkobler sig markant fra udviklingen i de amerikanske renter.

Markedet forventes præget af event-risici, som kan skabe både usikkerhed og udsving i 2016. Grækenland, Rusland, Kina, råvarepriser, generel usikkerhed om de nye markeder samt rente- og valutaudsving skabte usikkerhed og udsving i 2015, og disse risici kan også give anledning til øget risiko i 2016.

Afdelingens største eksponeringer er obligationer inden for forsikring, banker og forsyningsvirksomheder samt primært inden for efterstillede obligationer. Da efterstillede obligationer generelt er mere følsomme over for ændringer i investorerne risikoaersion end almindelige ikke-efterstillede obligationer, vil en større stigning i investorernes risikoaersion alt andet lige ramme afdelingen ekstra hårdt.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at der er basis for et positivt om end beskedent afkast på det europæiske marked for virksomhedsobligationer med høj kreditkvalitet. Dette beror på vores forventning om uændret kreditspænd og flad til svagt stigende statsrenter.

Den økonomiske vækst i Europa forventes at fortsætte i 2016, men på et moderat niveau. Forventningen er derfor, at der stadig er mulighed for flere pengepolitiske tiltag fra ECB, såfremt den økonomiske vækst ikke lever op til forventningerne, ligesom moderate rentestigninger forventes i løbet af 2016.

Gældsætningen er stadig lav blandt de europæiske selskaber, hvilket den forventes at være noget tid endnu, ligesom M&A-aktiviteten også er relativt lav endnu. Desuden forventer vi, at virksomhederne stadig har stor fokus på at bevare eller forbedre deres kreditrating.

Nyudstedelsen af virksomhedsobligationer forventes at forblive på et relativt højt niveau, da det stadig er det mest oplagte sted for virksomhederne at refinansiere deres gæld. Vi forventer, at efterspørgslen vil være solid og understøttet af en fortsat mulighed for, at ECB inkluderer virksomhedsobligationer i deres opkøbsprogram. Der er dog risiko for, at flere amerikanske selskaber vælger at udstede obligationer i EUR, da renten er markant lavere i Europa. Det kan øge udbuddet af obligationer og presse kreditspændene ud.

På baggrund af vores forventning om et uændret niveau for kreditspænd og fortsat lave renter, fastholder vi afdelingens overvægt af efterstillede obligationer inden for banker, forsikring og forsyningsvirksomheder, som har en højere løbende rente end markedet generelt. Samtidig er forventningen, at kursfølsomheden i afdelingen over for generelle ændringer af kreditspændene sænkes relativt til benchmark, således at en endnu større del af merafkastet vil komme fra udvælgelsen af enkeltpapirer, samtidig med at vi sænker udsvingene i forhold til markedet og potentielle event-risici. Vi forventer, at den løbende rente på virksomhedsobligationer, merrenten på nyudstedelser, papirvalget samt den samlede risikoeksponering vil være afgørende for merafkastet i 2016.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Euro Investment Grade Corporate Bonds Restricted

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	13.086	30.422	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	82	0	Indestående i depotselskab	23.997	26.320
I alt renter og udbytter	13.004	30.422	I alt likvide midler	23.997	26.320
3 Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
Obligationer	÷8.639	37.320	Not. obl. fra danske udstedere	19.952	25.153
Afledte finansielle instr.	÷4.158	7.696	Not. obl. fra udl. udstedere	369.056	574.463
Valutakonti	1.687	3.487	I alt obligationer	389.008	599.617
4 Handelsomkostninger	÷143	÷179	Afl. finansielle instr.:		
I alt kursgevinster og -tab	÷11.254	48.324	Unot. afl. finansielle instr.	86	254
I alt indtægter	1.751	78.746	I alt afledte finansielle instr.	86	254
5 Administrationsomkostninger	3.464	6.342	Andre aktiver:		
Resultat før skat	÷1.714	72.404	Tilg.hav. renter; udbytter m.m.	6.186	10.273
Skat	0	0	I alt andre aktiver	6.186	10.273
Årets nettoresultat	÷1.714	72.404	Aktiver i alt	419.277	636.464
Overskudsdisponering			Passiver		
Foreslået udlodning	37.049	74.791	7 Medlemmernes formue	418.853	635.420
Overført til udlodning næste år	372	80	Afledte finansielle instrumenter:		
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	37.421	74.871	Unot. afl. finansielle instr.	401	803
Overført til formuen	÷39.135	÷2.467	I alt afledte finansielle instr.	401	803
I alt disponeret	÷1.714	72.404	Anden gæld:		
			Skyldige omkostninger	23	241
			I alt anden gæld	23	241
			Passiver i alt	419.277	636.464

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	0,29	15,17	2,99	8,28	÷1,42
Benchmarkafkast (pct.)	0,58	13,99	2,41	8,22	÷1,11
Indre værdi (DKK pr. andel)	8.929,04	9.633,13	9.388,82	9.600,38	8.366,01
Nettoresultat (t.DKK)	8.249	222.687	44.770	72.404	÷1.714
Udbytte (DKK pr. andel)	600,00	525,00	540,00	1.130,00	740,00
Administrationsomkostninger (pct.)	0,58	0,73	0,72	0,75	0,79
ÅOP	0,89	0,98	0,95	0,97	0,94
Omsætningshastighed (antal gange)	0,20	0,45	0,38	0,44	0,51
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.503.937	1.664.171	1.429.034	635.420	418.853
Antal andele	168.432	172.755	152.206	66.187	50.066
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

	2015	2014
Indestående i depotselskab	0	1
Noterede obligationer fra danske udstedere	420	1.588
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	12.666	28.833
I alt renteindtægter	13.086	30.422

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Andre renteudgifter	82	0
I alt renteudgifter	82	0

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	÷156	415
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	÷8.483	36.905
Terminforretninger/futures m.m.	÷4.515	÷2.725
Renteforretninger	357	10.421
Valutakonti	1.687	3.487
Handelsomkostninger	÷143	÷179
I alt kursgevinster og -tab	÷11.254	48.324

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷229	÷353
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	86	174
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷143	÷179

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015		2014	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	139	49
Managementhonorar	2.847	0	5.134	0
Fast administrationshonorar	617	0	1.019	0
I alt opdeltede adm.omk.	3.464	0	6.293	49
I alt adm.omkostninger		3.464		6.342

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 6: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK

	2015	2014
OPGØRELSE AF TIL RÅDGIGHED FOR UDLODNING		
Renter og udbytter	13.004	30.422
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	82	0
Kursgevinst til udlodning	25.730	78.607
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter; udbytter og kursgevinster	2.002	÷29.965
Udlodning overført fra sidste år	80	949
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	40.898	80.013
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	3.464	6.342
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷13	1.199
I alt til rådighed for udlodning, netto	37.421	74.871

NOTE 7: MEDLEMMERNES FORMUE

	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	66.187	635.420	152.206	1.429.034
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷74.791		÷82.191
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		24.617		23.003
Emissioner i året	9.745	83.474	7.613	71.502
Indløsninger i året	÷25.866	÷248.288	÷93.632	÷880.191
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		135		1.859
Foreslået udlodning		37.049		74.791
Overførsel af periodens resultat		÷39.135		÷2.467
Overført til udlodning næste år		372		80
I alt medlemmernes formue	50.066	418.853	66.187	635.420

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle instrumenter i pct.

	2015	2014
Børsnoterede finansielle instrumenter	92,9	94,4
Øvrige finansielle instrumenter	÷0,1	÷0,1
I alt finansielle instrumenter	92,8	94,3
Øvrige akiver og passiver	7,2	5,7
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
2,75 DANSKE BANK FRN 19/5-2014/2026	2.312	1.538
3,875 DANSKE BANK EMTN 28/2-2012/2017	0	2.405
0,75 DANSKE BANK A/S 4/5-2015/2020	2.250	0
4,375 DANICA PENSION FRN PERP/CALL	2.208	0
I alt	6.770	3.943

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

Europa Højt Udbytte Restricted – Akkumulerende KL

Investerer i europæiske aktier med forventet høj udbytteevne. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Afdelingen udbydes i en andelsklasse:

- Europe High Dividend Restricted, klasse NOK I

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

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

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

Europa Højt Udbytte Restricted – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse		Balance	
16.9.-31.12.2015		31.12.2015	
1.000 DKK		1.000 DKK	
Renter og udbytter:		Aktiver	
1	Renteudgifter	1	
2	Udbytter	75	
	I alt renter og udbytter	74	
3 Kursgevinster og -tab:		Likvide midler:	
	Kapitalandele	846	
	Valutakonti	69	
	Øvrige aktiver/passiver	÷2	
4	Handelsomkostninger	÷61	
	I alt kursgevinster og -tab	852	
	I alt indtægter	926	
5	Administrationsomkostninger	108	
	Resultat før skat	818	
6 Skat		8	
	Årets nettoresultat	811	
	Overskudsdisponering		
	Overført til formuen	811	
	I alt disponeret	811	
		Aktiver i alt	
		30.998	
		Passiver	
		7 Medlemmernes formue	
		30.996	
		Anden gæld:	
		Skyldige omkostninger	
		2	
		I alt anden gæld	
		2	
		Passiver i alt	
		30.998	

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	-	-	2015
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	-	811
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	-	0,08
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	-	30.996

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Europa Højt Udbytte Restricted – 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: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK 2015

Andre renteudgifter	1
I alt renteudgifter	1

NOTE 2: UDBYTTER I 1.000 DKK 2015

Noterede aktier fra udenlandske selskaber	75
I alt udbytter	75

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK 2015

Noterede aktier fra udenlandske selskaber	846
Valutakonti	69
Øvrige aktiver/passiver	+2
Handelsomkostninger	+61
I alt kursgevinster og -tab	852

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK 2015

Bruttohandelsomkostninger	+61
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+61

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK 2015

	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Managementonorar	95	0
Fast administrationsonorar	13	0
I alt opdelte adm.omk.	108	0
I alt adm.omkostninger		108

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationsonorar og et managementonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationsonoraret udgør et "fast administrationsonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationsonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 6: SKAT I 1.000 DKK 2015

Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	8
I alt skat	8

NOTE 7: MEDLEMMERNES FORMUE 2015

	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Emissioner i året		30.154
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		31
Overførsel af periodens resultat		811
I alt medlemmernes formue		30.996

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN 2015

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	99,5
I alt finansielle instrumenter	99,5
Øvrige aktiver og passiver	0,5
I alt	100,0

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

Europe High Dividend Restricted, klasse NOK I

Andelsklasse under Europa Højt Udbytte Restricted – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Andelsklassen investerer fortrinsvis i aktier, der handles på markedspladser i 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. Andelsklassen har således primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på de europæiske aktiemarkeder. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er 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 andelsklassen placeret i kategori 6 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen har siden den blev introduceret den 16. september 2015 givet et afkast på 6,38 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 5,78 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og det har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøgletal som stigende beskæftigelse, fortsat lave renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

De første uger af tredje kvartal 2015 var præget af en rimelig stabil kursudvikling efter store kursfald i de foregående måneder. I oktober steg markedet derimod pænt, og denne stigning blev nogenlunde fastholdt gennem resten af perioden. Den økonomiske vækst i USA udviklede sig pænt, om end væksten i perioder mistede lidt momentum primært på grund af nedgang i fremstillingsindustrien, mens den amerikanske forbruger generelt var præget af optimisme. I Europa var aktiemarkederne i perioder præget af stigende risikoaversion, hvilket blandt andet var drevet af usikkerhed om udviklingen i Europa, de nye markeder samt råvaremarkederne, og hvordan udviklingen potentielt kunne påvirke verdensøkonomien.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 0,60 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Det skyldtes alene vores aktieudvælgelse, som bidrog meget positivt inden for særligt to sektorer. Inden for finanssektoren klarede fire af vores forsikringsselskaber sig rigtig godt, hvilket skyldtes, at de har forbedret deres profitabilitet og kapitalgrundlag over de senere år og derfor kan betale stigende udbytterne til aktionærerne. Forsyningssektoren klarede sig som helhed godt, og vores aktievalg bidrog positivt, idet to af vores selskaber, som alene driver infrastruktur, hvis indtjeningssevne ikke er afhængig af el- og gaspriserne, steg henholdsvis 12 og 15 pct. På den negative side led vi tab på vores investeringer i de cykliske selskaber SKF og Voestalpine, som begge faldt 12 pct. Derudover bidrog teleselskabet Teliasonera negativt til resultatet, idet fornyet usikkerhed omkring selskabets aktiviteter i flere af de tidligere sovjetrepublikker overskyggede en positiv udvikling i de nordiske hjemmemarkeder.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Den økonomiske vækst i verdensøkonomien, herunder væksten i de udviklede markeder, er fortsat understøttet af en særdeles lempelig pengepolitik fra centralbankernes side. I Europa er den økonomiske udvikling positivt påvirket af de lave renteniveauer, en fortsat svækket EUR i forhold til USD samt lempelige finansielle vilkår. Modsat er situationen i amerikansk økonomi negativt påvirket af den stærke USD, og at den amerikanske centralbank i december 2015 på-

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: September 2015

Risikoindikator (1-7): 6

Benchmark: MSCI Europe inkl. nettoudbytter

Fondskode: DK0060652873

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Branchefordeling

Finans	37,0%
Sundhedspleje	13,4%
Forsyning	11,9%
Konsumtvarer	9,7%
Telekommunikationsserv	8,5%
Øvrige inkl. likvide	19,5%

Nøgletal

Active share 82,40

Europe High Dividend Restricted, klasse NOK I

Andelsklasse under Europa Højt Udbytte Restricted – Akkumulerende KL

begyndte forhøjelsen af de ledende renter. Usikkerheden i forhold til såvel timingen som omfanget af renteforhøjelserne i USA samt et fald i den økonomiske aktivitet vil kunne slå negativt igennem på det globale og europæiske aktiemarked.

Herudover kan stigende skatter, direkte eller indirekte, eller ændret regulering for særligt energi-, forsynings- og teleselskaber påvirke afkastet i andelsklassen negativt.

Andelsklassen har fokus på aktier med et højt udbytte. Andelsklassens største overvægte ved udgangen af 2015 er på sektorniveau finans/forsikring, forsyning og telekommunikation, som er de sektorer, hvor vi finder flest selskaber med høje udbyttebetalinger. Modsat er vores største undervægte inden for cykliske forbrugsgoder og teknologi, hvor meget få selskaber betaler høje udbytter, samt inden for industri, hvor udsigterne ikke er gode pt. Andelsklassens stil kan derfor have betydning for investorernes fremtidige afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

Den underliggende udvikling i verdensøkonomien er fortsat positiv, og særligt europæisk økonomi oplever en pæn vækst. Det økonomiske miljø i Europa er understøttende for udviklingen på aktiemarkedene, der kombineret med en rimelig prisfastsættelse understøtter vores forventninger om moderat positive afkast i 2016. Vi forventer en positiv indtjeningsudvikling i Europa ud fra en forudsætning om pæn økonomisk vækst, der understøttes af en fortsat svag EUR over for USD, et stigende privatforbrug samt investeringsaktivitet.

Andelsklassens største overvægte ved udgangen af 2015 er aktier i sektorerne finans/forsikring, reguleret forsyning og telekommunikation, som forventes at give stabilitet i porteføljen samt høje udbyttebetalinger. Vi er derimod mere forsigtige inden for de cykliske sektorer, hvor vi primært fokuserer på nordiske banker, som er velkapitaliserede og skaber pengestrømme samt industri- og materialeselskaber med ledende markedspositioner og stærke produktudviklingskompetencer inden for deres respektive områder.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Europe High Dividend Restricted, klasse NOK I

Andelsklasse under Europa Højt Udbytte Restricted – Akkumulerende KL

Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	-	-	2015
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	6,38
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	5,78
Indre værdi (NOK pr. andel)	-	-	-	-	106,38
Nettoreultat (t.DKK)*	-	-	-	-	811
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	1,20
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	-	30.996
Antal andele	-	-	-	-	375.427
Stykstørrelse i NOK	-	-	-	-	100

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	16.9.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	918
Klassenspecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	108
Klassens resultat	811
Finansielle instrumenter i pct	2015
Øvrige finansielle instrumenter	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0
Medlemmernes formue	2015
Formueværdi i 1.000 DKK	
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i året	30.154
Indløsninger i året	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	31
Overførsel af periodens resultat	811
Medlemmernes formue ultimo	30.996
Antal andele	
Andele primo året	0
Emissioner i året	375.427
Indløsninger i året	0
Andele ultimo året	375.427

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 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer fortrinsvis i aktier, der handles på markedspladser i Europa, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Europa, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Europa. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i eller som handles på markedspladser i lande, der grænser op til Europa. Afdelingen har således primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på de europæiske aktiemarkeder. Afdelingen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er 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 2015 et afkast på 14,23 pct., mens benchmark steg 8,46 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og det har mere end indfriet vores forventning om positivt,

men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøgletal som stigende beskæftigelse, fortsat lave renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

2015 startede positivt efter Den Europæiske Centralbanks beslutning om at påbegynde kvantitative lempelser og dermed stimulere den økonomiske vækst gennem en meget lempelig pengepolitik. Den økonomiske vækst i USA udviklede sig pænt, om end væksten i perioder aftog lidt primært på grund af nedgang i fremstillingsindustrien, mens den amerikanske forbruger generelt var præget af optimisme. I Europa var aktiemarkederne i perioder præget af stigende risikoaversion, hvilket blandt andet var drevet af usikkerhed om udviklingen i Europa, de nye markeder samt råvaremarkederne, og hvordan udviklingen potentielt kunne påvirke verdensøkonomien.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 5,77 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Bidragene til merafkastet har været bredt fordelt på sektorer med positive bidrag fra forbrugsgoder, råvarer og energi og omvendt negativt bidrag fra sundhed. På selskabsniveau, som er porteføljens primære fokus, har positionerne i de to dækproducenter Pirelli og Continental, det tyske telekom internet-selskab United Internet samt de danske selskaber Novo Nordisk og transportselskabet DSV bidraget særligt positivt.

De mange positive bidrag er dog blevet betydeligt undermineret af specielt en position – det hollandske specialpharmaselskab Fagron, der faldt mere end 80 pct. grundet usikkerhed om deres balance samt prisfald på produkter i dele af deres amerikanske forretning.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Den økonomiske vækst i verdensøkonomien, herunder væksten i de udviklede markeder, er fortsat understøttet af en særdeles lempelig pengepolitik fra centralbankernes side. I Europa er den økonomiske udvikling positivt påvirket af

Afdelingens profil

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: August 1999
Risikoindikator (1-7): 6
Benchmark: MSCI Europe inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0016026594
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Branchefordeling

Industri	25,8%
Forbrugsgoder	18,5%
Sundhedspleje	16,1%
Finans	11,4%
Konsumentvarer	8,2%
Øvrige inkl. likvide	20,0%

Nøgletal

Sharpe Ratio	0,57
Standardafvigelse	12,77
Tracking error	4,92
Information Ratio	-0,72
Sharpe Ratio (benchm.)	0,85
Standardafvigelse (benchm.)	12,63
Active share	92,36

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Europe Focus

de lave renteniveauer, en fortsat svækket EUR i forhold til USD samt lempelige finansielle vilkår. Modsat er situationen i amerikansk økonomi negativt påvirket af den stærke USD, og at den amerikanske centralbank i december 2015 påbegyndte forhøjelsen af de ledende renter. Usikkerheden i forhold til såvel timingen som omfanget af renteforhøjelserne i USA samt et fald i den økonomiske aktivitet vil kunne slå negativt igennem på det globale og europæiske aktiemarked.

Udviklingen på råvaremarkederne og i særdeleshed fald i olieprisen kan få negative afledte effekter på aktiemarkederne. Det vil dog samtidig få negative konsekvenser for olie- og råvaresektorerne, som presses på indtjeningen og dermed skabe usikkerhed om den fremtidige indtjeningsudvikling. Endelig vil den geopolitiske udvikling kunne føre til stigende usikkerhed og dermed påvirke aktiemarkederne negativt.

Afdelingens største overvægt ved udgangen af 2015 er aktier med en robust forretningsmodel, der typisk opererer inden for niches, som giver dem mulighed for at skabe et højt afkast på kapitalen. Vi er fortsat undervægtet i finans, forsyningselskaber og olieselskaber, idet selskaberne i disse sektorer ofte ikke opfylder vores investeringskriterier.

Forventninger til markedet samt strategi

Den underliggende udvikling i verdensøkonomien er fortsat positiv, og særligt europæisk økonomi oplever en pæn vækst. Det økonomiske miljø i Europa er understøttende for udviklingen på aktiemarkederne, der kombineret med en rimelig prisfastsættelse understøtter vores forventninger om moderat positive afkast i 2016. Vi forventer en positiv indtjeningsudvikling i Europa ud fra en forudsætning om pæn økonomisk vækst, der understøttes af en fortsat svag EUR over for USD, et stigende privatforbrug samt investeringsaktivitet.

Afdelingens største overvægt ved udgangen af 2015 er aktier inden for industriel service og en række af velpositionerede forbrugsselskaber. Generelt er det vores vurdering, at vi har en portefølje bestående af velpositionerede kvalitetselskaber med både lokalt og globalt fokus, rimelig prisfastsættelse samt stærke balancer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Europe Focus

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	2	28	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	11	0	Indestående i depotselskab	1.719	10.411
3 Udbytter	2.872	40.453	I alt likvide midler	1.719	10.411
I alt renter og udbytter	2.863	40.482	Kapitalandele:		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. aktier fra DK selskaber	3.480	14.983
Kapitalandele	45.480	+93.470	Not. aktier fra udl. selskaber	34.365	213.835
Valutakonti	1.004	2.297	I alt kapitalandele	37.844	228.818
Øvrige aktiver/passiver	+62	15	Andre aktiver:		
5 Handelsomkostninger	+71	+660	Aktuelle skatteaktiver	28	4.126
I alt kursgevinster og -tab	46.351	+91.817	I alt andre aktiver	28	4.126
I alt indtægter	49.215	+51.336	Aktiver i alt	39.592	243.355
6 Administrationsomkostninger	1.863	11.995	Passiver		
Resultat før skat	47.351	+63.331	9 Medlemmernes formue	39.529	243.173
7 Skat	+1.344	687	Anden gæld:		
Årets nettoresultat	48.696	+64.018	Skyldige omkostninger	63	182
Overskudsdisponering			I alt anden gæld	63	182
Foreslået udlodning	17.754	0	Passiver i alt	39.592	243.355
Overført til udlodning næste år	8	+3.913			
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	17.762	+3.913			
Overført til formuen	30.934	+60.105			
I alt disponeret	48.696	+64.018			

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	+9,50	29,80	11,57	+2,27	14,23
Benchmarkafkast (pct.)	+8,33	17,74	19,81	6,64	8,46
Indre værdi (DKK pr. andel)	9.598,37	12.264,01	13.682,45	13.371,44	15.273,89
Nettoresultat (t.DKK)	+159.749	164.042	93.504	+64.018	48.696
Udbytte (DKK pr. andel)	175,00	0,00	0,00	0,00	6.860,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,61	1,59	1,67	1,60	1,74
ÅOP	1,93	1,94	1,99	1,96	1,84
Omsætningshastighed (antal gange)	0,22	0,22	0,22	0,39	0,22
Medlemmernes formue (t.DKK)	533.170	760.663	896.584	243.173	39.529
Antal andele	55.548	62.024	65.528	18.186	2.588
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	2015	2014
Indestående i depotselskab	2	28
I alt renteindtægter	2	28

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	11	0
I alt renteudgifter	11	0

NOTE 3: UDBYTTER I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	198	1.307
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	2.674	39.147
I alt udbytter	2.872	40.453

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	5.391	9.410
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	40.089	÷ 102.880
Valutakonti	1.004	2.297
Øvrige aktiver/passiver	÷ 62	15
Handelsomkostninger	÷ 71	÷ 660
I alt kursgevinster og -tab	46.351	÷ 91.817

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷ 253	÷ 1.412
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	182	752
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷ 71	÷ 660

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015		2014	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	73	0	57	0
Øvrige omkostninger	75	0	110	31
Managementhonorar	1.566	0	10.859	0
Fast administrationshonorar	150	0	938	0
I alt opdelte adm.omk.	1.863	0	11.964	31
I alt adm.omkostninger		1.863		11.995

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	÷ 1.344	687
I alt skat	÷ 1.344	687

NOTE 8: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK 2015 2014

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING			
Renter og udbytter	2.863	40.482	
Ikke refunderbar udbytteskat	1.344	÷ 687	
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	3.765	1.081	
Kursgevinst til udlodning	74.958	58.026	
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter; udbytter og kursgevinster	÷ 60.529	39.967	
Udlodning overført fra sidste år	÷ 3.913	÷ 142.782	
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	18.489	÷ 3.913	
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	1.863	11.995	
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	1.136	6.841	
I alt til rådighed for udlodning, brutto	17.762	÷ 9.068	
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	0	÷ 5.155	
I alt til rådighed for udlodning, netto	17.762	÷ 3.913	

NOTE 9: MEDLEMMERNES FORMUE 2015 2014

	Antal andele		Formueværdi	
	i 1.000 DKK		i 1.000 DKK	
Medlemmernes formue primo	18.186	243.173	65.528	896.584
Emissioner i året	203	3.205	4.885	66.705
Indløsninger i året	÷ 15.801	÷ 255.545	÷ 52.227	÷ 656.437
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		0		339
Foreslået udlodning		17.754		0
Overførsel af periodens resultat		30.934		÷ 60.105
Overført til udlodning næste år		8		÷ 3.913
I alt medlemmernes formue	2.588	39.529	18.186	243.173

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN 2015 2014

Finansielle instrumenter i pct.			
Børsnoterede finansielle instrumenter		95,7	94,1
I alt finansielle instrumenter		95,7	94,1
Øvrige aktiver og passiver		4,3	5,9
I alt		100,0	100,0

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

Europe Low Volatility – Accumulating KL

Investerer 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 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer fortrinsvis i aktier, der handles på markedspladser i Europa, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Europa, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Europa. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i eller som handles på markedspladser i lande, der grænser op til Europa. Afdelingen har således primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på de europæiske aktiemarkeder. Afdelingen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er 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 risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 5 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et afkast på 15,78 pct. målt i EUR. Afdelingen har ikke et benchmark tilknyttet, men det opnåede afkast er meget tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen på det europæiske aktiemarked, som steg 8,22 pct. målt i EUR. Afdelingen har indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøgletal som stigende beskæftigelse, fortsat lave renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

2015 startede positivt efter Den Europæiske Centralbanks beslutning om at påbegynde kvantitative lempelser og dermed stimulere den økonomiske vækst gennem en meget lempelig pengepolitik. Den økonomiske vækst i USA udviklede sig pænt, om end væksten i perioder aftog lidt primært på grund af nedgang i fremstillingsindustrien, mens den amerikanske forbruger generelt var præget af optimisme. I Europa var aktiemarkederne i perioder præget af stigende risikoaversion, hvilket blandt andet var drevet af usikkerhed om udviklingen i Europa, de nye markeder samt råvaremarkederne, og hvordan udviklingen potentielt kunne påvirke verdensøkonomien.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingen har ikke noget benchmark, men afdelingens afkast var 7,60 procentpoint højere end markedsudviklingen. Strategien i afdelingen er først og fremmest at minimere afkastudsvingene og give et stabilt afkast. Det betyder, at afdelingen har en lav andel i aktier, som traditionelt er kendetegnede ved store forventede kursudsving. I et stærkt stigende marked drevet af cykliske aktier vil afdelingens strategi som regel betyde, at afdelingen har svært ved at skabe et afkast på niveau med markedet.

I 2015 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 traditionelt er kendetegnede ved små kursudsving, der har

Afdelingens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Juli 2008

Risikoindikator (1-7): 5

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060143212

Porteføljeadgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Branchefordeling

Konsumentvarer	19,6%
Finans	18,4%
Sundhedspleje	17,3%
Industri	10,3%
Telekommunikationsserv	8,8%
Øvrige inkl. likvide	25,6%

Nøgletal

Sharpe Ratio	1,15
Standardafvigelse	10,88

Europe Low Volatility – Accumulating KL

været årsag til det meget tilfredsstillende resultat. Denne strategi medførte en høj andel i de defensive sektorer såsom sundhed, forsyning og stabilt forbrug sammenholdt med det sammenlignelige marked. Den høje andel inden for disse sektorer bidrog positivt med en betydelig del af det relative afkast. Aktieudvælgelsen inden for sundhed har ligeledes bidraget positivt til det relative afkast, hvor i mod aktieudvælgelsen inden for forsyning bidrog negativt.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Den økonomiske vækst i verdensøkonomien, herunder væksten i de udviklede markeder, er fortsat understøttet af en særdeles lempelig pengepolitik fra centralbankernes side. I Europa er den økonomiske udvikling positivt påvirket af de lave renteniveauer, en fortsat svækket EUR i forhold til USD samt lempelige finansielle vilkår. Modsat er situationen i amerikansk økonomi negativt påvirket af den stærke USD, og at den amerikanske centralbank i december 2015 påbegyndte forhøjelsen af de ledende renter. Usikkerheden i forhold til såvel timingen som omfanget af renteforhøjelserne i USA samt et fald i den økonomiske aktivitet vil kunne slå negativt igennem på det globale og europæiske aktiemarked.

Udviklingen på råvaremarkederne og i særdeleshed fald i olieprisen kan få negative afledte effekter på aktiemarkedene. Det vil dog samtidig få negative konsekvenser for olie- og råvaresektorerne, som presses på indtjeningen og dermed skabe usikkerhed om den fremtidige indtjeningsudvikling. Endelig vil den geopolitiske udvikling kunne føre til stigende usikkerhed og dermed påvirke aktiemarkedene negativt.

Afdelingen er som følge af afdelingens strategi undervægtet i aktier med store kursudsving, og det forventer vi fortsat at være det i 2016. Hvis den europæiske økonomi overrasker meget positivt, vil afdelingen være mindre eksponeret til denne overraskelse end det europæiske aktiemarkedet generelt.

Forventninger til markedet samt strategi

Den underliggende udvikling i verdensøkonomien er fortsat positiv, og særligt europæisk økonomi oplever en pæn vækst.

Det økonomiske miljø i Europa er understøttende for udviklingen på aktiemarkedene, der kombineret med en rimelig prisfastsættelse understøtter vores forventninger om moderat positive afkast i 2016. Vi forventer en positiv indtjeningsudvikling i Europa ud fra en forudsætning om pæn økonomisk vækst, der understøttes af en fortsat svag EUR over for USD, et stigende privatforbrug samt investeringsaktivitet.

Afdelingens største overvægt ved udgangen af 2015 er aktier i sektorerne forsikring og informationsteknologi, hvor stærke balancer og en global, robust forretningsmodel giver grobund for fortsat indtjeningsvækst, samt selskaber på tværs af de øvrige sektorer, som via interne forbedringer og omstruktureringer kan forbedre indtjeningsniveauet. Vi er undervægtet i store energiselskaber samt råvareselskaber, hvor den gældende dividendepolitik opretholdes ved gældsoptagelse og eller underinvesteringer. Dertil kommer selskaber, der er underlagt lave konkurrencebarrierer og eller skiftende regulatoriske regimer, som på langt sigt begrænser selskabets strategiske manøvrerum. Eksempler herpå findes især inden for forsyningssektoren.

Afdelingen har som følge af sin strategi en lav andel af aktier med store kursudsving og forventes fortsat at have det i 2016. 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, hvilket 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 det stiger, samt at afdelingen falder mindre, når det europæiske marked falder.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast mindre end markedet. Derved er der overensstemmelse mellem afdelingens risici ved markedsudviklingen, vores generelle forventninger til markedet samt vores forventninger til afdelingens afkast.

Europe Low Volatility – Accumulating

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	1	1	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	2	0	Indestående i depotselskab	1.265	1.166
3 Udbytter	5.700	5.882	I alt likvide midler	1.265	1.166
I alt renter og udbytter	5.699	5.883	Kapitalandele:		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. aktier fra DK selskaber	3.546	1.283
Kapitalandele	18.562	10.238	Not. aktier fra udl. selskaber	187.246	139.074
Valutakonti	270	124	I alt kapitalandele	190.792	140.357
Øvrige aktiver/passiver	6	8	Andre aktiver:		
5 Handelsomkostninger	÷ 163	÷ 95	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	323	178
I alt kursgevinster og -tab	18.675	10.275	Aktuelle skatteaktiver	551	568
I alt indtægter	24.374	16.158	I alt andre aktiver	874	746
6 Administrationsomkostninger	2.228	1.702	Aktiver i alt	192.931	142.269
Resultat før skat	22.146	14.456	Passiver		
7 Skat	6	12	8 Medlemmernes formue	192.918	142.184
Årets nettoresultat	22.141	14.444	Anden gæld:		
Overskudsdisponering			Skyldige omkostninger	14	85
Overført til formuen	22.141	14.444	I alt anden gæld	14	85
I alt disponeret	22.141	14.444	Passiver i alt	192.931	142.269

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast i EUR (pct.)	÷2,59	13,82	13,09	11,47	15,78
Indre værdi (EUR pr. andel)	106,08	120,74	136,55	152,22	176,25
Nettoresultat (t.DKK)	÷2.791	14.303	15.056	14.444	22.141
Administrationsomkostninger (pct.)	1,43	1,25	1,30	1,26	1,25
ÅOP	1,56	1,45	1,44	1,41	1,41
Omsætningshastighed (antal gange)	0,24	0,32	0,16	0,22	0,32
Medlemmernes formue (t.DKK)	94.997	124.774	128.372	142.184	192.918
Antal andele	120.489	138.504	126.013	125.439	146.675
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

	2015	2014
Indestående i depotselskab	1	1
I alt renteindtægter	1	1

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Andre renteudgifter	2	0
I alt renteudgifter	2	0

NOTE 3: UDBYTTET I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	35	29
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	5.666	5.801
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	0	51
I alt udbytter	5.700	5.882

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	298	275
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	18.264	9.963
Valutakonti	270	124
Øvrige aktiver/passiver	6	8
Handelsomkostninger	÷163	÷95
I alt kursgevinster og -tab	18.675	10.275

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷205	÷96
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	42	1
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷163	÷95

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015		2014	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	12	0	12	0
Øvrige omkostninger	2	0	21	4
Managementhonorar	1.964	0	1.491	0
Fast administrationshonorar	250	0	174	0
I alt opdelte adm.omk.	2.228	0	1.697	4
I alt adm.omkostninger		2.228		1.702

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK

	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	6	12
I alt skat	6	12

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE

	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK

Medlemmernes formue primo	125.439	142.184	126.013	128.372
Emissioner i året	21.938	29.457	0	0
Indløsninger i året	÷702	÷912	÷574	÷633
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		49		0
Overførsel af periodens resultat		22.141		14.444
I alt medlemmernes formue	146.675	192.918	125.439	142.184

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

	2015	2014
--	------	------

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	98,9	98,7
I alt finansielle instrumenter	98,9	98,7
Øvrige aktiver og passiver	1,1	1,3
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
Danske Bank	1.002	737

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

Flexinvest Aktier

Investerer globalt i aktier, herunder danske 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 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk

Risikoprofil

Da afdelingen investerer globalt i aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko mod udviklingen i globale aktier og valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til eksponering mod udlandet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder/emerging markets, modpartsrisiko samt valuta.

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

Afkast og benchmark

Afdelingen har i 2015 haft et afkast på 12,55 pct. Afdelingen har intet benchmark, men det opnåede afkast er meget tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen for det globale aktiemarked, som steg 12,27 pct. Afdelingen har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøgletal som stigende beskæftigelse, fortsat lave renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

I 2015 var der positive afkast fra både USA, Europa og Japan. Det positive afkast i USA kan hovedsageligt tilskrives en styrkelse af USD, da amerikanske aktier for første gang i adskillige år leverede en flad udvikling målt i USD, hvilket blandt andet var drevet af en høj prisfastsættelse, en styrket USD, en mindre positiv indtjeningsudvikling samt en pengepolitisk stramning fra den amerikanske centralbank i december 2015. Det europæiske aktiemarked var understøttet af fortsatte pengepolitiske lempelser fra Den Europæiske Centralbank, en forbedret konkurrenceevne drevet af en svækket EUR over for USD og lempelige finansielle vilkår. Det japanske aktiemarked leverede igen et højt afkast, idet den japanske regering fortsat understøttede den økonomiske aktivitet i kombination med, at regeringen gennemførte relevante strukturreformer. Omvendt leverede de nye markeder et svagt afkast som følge af usikkerhed om udviklingen i den økonomiske vækst og faldende råvarepriser.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,28 procentpoint højere end ændringen i det globale aktiemarked. I begyndelsen af året var afdelingen neutralvægtet i Europa, men i takt med at året skred frem, blev vægten i europæiske aktier øget. Omvendt var afdelingen overvægtet i japanske aktier ved året begyndelse, men i løbet af efteråret valgte vi at reducere i japanske aktier, så afdelingen nu er neutralvægtet. Aktieudvælgelsen inden for Europa og Danmark var meget positiv og forklarer størstedelen af afdelingens resultat i perioden.

Europa, de nye markeder og Danmark bidrog positivt til resultatet gennem både aktieudvælgelsen og gennem allokeringen i løbet af året. Allokeringen til aktier bidrog ligeledes positivt. I begyndelsen af året blev vægten i danske, amerikanske og emerging markets aktier øget, mens allokeringen til Europa blev sænket.

Der er i løbet af året investeret en mindre del af afdelingens formue i aktiebaserede hedgefonde.

Afdelingens profil

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Oktober 2006

Risikoindikator (1-7): 5

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060051605

Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Landefordeling

Danmark	39,4%
USA	21,3%
Japan	6,3%
Luxembourg	4,2%
Frankrig	3,2%
Øvrige inkl. likvide	25,6%

Nøgletal

Sharpe Ratio	1,33
Standardafvigelse	10,13

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Flexinvest Aktier

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Den økonomiske vækst i verdensøkonomien, herunder væksten i de udviklede markeder USA, Europa og Japan, er fortsat understøttet af en særdeles lempelig pengepolitik fra centralbankernes side. I Europa er den økonomiske udvikling positivt påvirket af de lave renteniveauer, en fortsat svækket EUR i forhold til USD samt lempelige finansielle vilkår. Modsat er situationen i amerikansk økonomi negativt påvirket af den stærke USD, indenlandskorienteret vækst, der udvikler sig positivt, samt den amerikanske centralbanks nyligt påbegyndte forhøjelse af de ledende renter. Usikkerheden i forhold til såvel timingen som omfanget af renteforhøjelserne i USA, en fortsat lempelig pengepolitik i Europa og Japan samt et fald i den økonomiske aktivitet vil kunne slå negativt igennem på det globale og europæiske aktiemarked.

Udviklingen på råvaremarkederne og i særdeleshed olieprisen kan få såvel positive som negative afledte effekter på aktiemarkederne. Generelt er faldende råvarepriser gunstigt for Europas økonomiske vækst og verdensøkonomien. Det vil dog samtidig få negative konsekvenser for olie- og råvaresektorerne, som presses på indtjeningen, og dermed skabe usikkerhed om den fremtidige indtjeningsudvikling. Et kraftigt fald i råvaremarkederne og olieprisen kan øge risikoaversjonen.

De globale aktiemarkeder er steget pænt de senere år blandt andet som følge af høj indtjening i selskaberne. Hvis der opstår usikkerhed om holdbarheden af denne indtjening f.eks. som følge af den geopolitiske udvikling i Europa og Mellemøsten eller den økonomiske vækst i de nye markeder, vil usikkerheden øges.

I forhold til de øvrige globale afdelinger har afdelingen en høj allokering til danske aktier, hvorfor afdelingen er særligt følsom over for en fornyet krise i Europa og udviklingen i det danske aktiemarkedet.

Forventninger til markedet samt strategi

Den underliggende udvikling i verdensøkonomien er fortsat positiv, og særligt europæisk økonomi oplever en pæn vækst. Der forventes fortsat en pæn udvikling i den økonomiske vækst i USA, men væksten vil blive påvirket af fortsatte stramninger af pengepolitikken i 2016. Modsat er det økonomiske miljø i Europa understøttende for udviklingen på aktiemarkederne, som kombineret med en indtjeningsudvikling med fortsat positivt potentiale og en rimelig prisfastsættelse understøtter vores forventninger. Vi forventer derfor moderat positive afkast på globale aktier baseret på en positiv udvikling i verdensøkonomien med vækstmodvind i USA drevet af en styrket USD og rentestigninger. I Europa forventer vi vækstmedvind drevet af en svækket EUR over for USD samt fortsat lave råvarepriser, som er understøttende for privatforbruget samt en stabilisering af udviklingen i de nye markeder.

Aktuelt er afdelingen overvægtet i europæiske aktier og undervægtet i amerikanske 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 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast. Afkastet kan dog blive negativt, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Flexinvest Aktier

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	173	318	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	749	0	Indestående i depotselskab	166.420	248.139
3 Udbytter	455.923	364.574	I alt likvide midler	166.420	248.139
I alt renter og udbytter	455.347	364.891	Kapitalandele:		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. aktier fra DK selskaber	2.221.497	1.376.145
Kapitalandele	1.720.698	1.197.902	Not. aktier fra udl. selskaber	7.390.587	8.980.520
Valutakonti	60.267	25.079	Unot. kap.andele fra udl. selsk.	11.635	0
Øvrige aktiver/passiver	343	260	Inv-beviser i andre danske		
5 Handelsomkostninger	÷ 13.650	÷ 9.279	inv- og specialforeninger	2.931.012	2.702.081
I alt kursgevinster og -tab	1.767.658	1.213.961	Inv-beviser i andre udl.		
I alt indtægter	2.223.006	1.578.853	inv- og specialforeninger	763.067	0
6 Administrationsomkostninger	240.345	187.547	I alt kapitalandele	13.317.799	13.058.745
Resultat før skat	1.982.661	1.391.305	Andre aktiver:		
7 Skat	15.539	9.439	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	7.857	7.611
Årets nettoresultat	1.967.121	1.381.866	Andre tilgodehavender	755	0
Overskudsdisponering			Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	2.834
Foreslået udlodning	2.015.804	0	Aktuelle skatteaktiver	17.937	16.478
Overført til udlodning næste år	2.154	÷ 518.817	I alt andre aktiver	26.549	26.923
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	2.017.958	÷ 518.817	Aktiver i alt	13.510.768	13.333.807
Overført til formuen	÷ 50.837	1.900.683	Passiver		
I alt disponeret	1.967.121	1.381.866	9 Medlemmernes formue	13.507.926	13.320.631
			Anden gæld:		
			Skyldige omkostninger	0	9.952
			Mellemvær. vedr. handelsafv.	2.842	3.225
			I alt anden gæld	2.842	13.176
			Passiver i alt	13.510.768	13.333.807

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	÷ 9,38	20,45	17,76	13,26	12,55
Indre værdi (DKK pr. andel)	87,25	103,18	120,38	136,34	153,45
Nettoresultat (t.DKK)	÷ 884.453	1.206.662	1.176.320	1.381.866	1.967.121
Udbytte (DKK pr. andel)	1,75	1,00	0,00	0,00	22,90
Administrationsomkostninger (pct.)	1,71	1,68	1,74	1,73	1,72
ÅOP	1,86	1,83	1,89	1,89	1,89
Omsætningshastighed (antal gange)	0,35	0,26	0,33	0,47	0,67
Medlemmernes formue (t.DKK)	5.048.519	7.564.674	9.185.315	13.320.631	13.507.926
Antal andele	57.865.555	73.313.972	76.304.008	97.703.851	88.026.373
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Flexinvest Aktier

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Indestående i depotselskab	173	318
I alt renteindtægter	173	318

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	749	0
I alt renteudgifter	749	0

NOTE 3: UDBYTTER I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	91.987	18.856
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	253.367	248.100
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	454	4
Inv-beviser i andre danske inv- og specialforeninger	110.116	97.614
I alt udbytter	455.923	364.574

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	504.284	277.595
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.053.253	570.003
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	251	123
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	164.556	350.181
Inv-beviser i udenlandske inv- og specialforeninger	+1.646	0
Valutakonti	60.267	25.079
Øvrige aktiver/passiver	343	260
Handelsomkostninger	+13.650	+9.279
I alt kursgevinster og -tab	1.767.658	1.213.961

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	+20.329	+16.045
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	6.679	6.766
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+13.650	+9.279

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014		
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	291	0	484	0
Øvrige omkostninger	54	0	801	193
Managementhonorar	221.861	0	172.974	0
Fast administrationshonorar	18.140	0	13.095	0
I alt opdelte adm.omk.	240.345	0	187.354	193
I alt adm.omkostninger		240.345		187.547

I administrationsomkostningerne indgår t.DKK 42.474 fra »Kursregulering af investeringsbeviser«.

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	15.539	9.439
I alt skat	15.539	9.439

NOTE 8: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK 2015 2014

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING		
Renter og udbytter	455.347	364.891
Ikke refunderbar udbytteskat	+15.539	+9.439
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	+417	+107
Kursgevinst til udlodning	2.287.407	729.199
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	1.734	+228.560
Udlodning overført fra sidste år	+518.817	+1.374.802
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	2.209.715	+518.818
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	240.345	187.547
Overført fra Kursregulering af investeringsbeviser	42.474	33.588
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	6.114	+8.406
I alt til rådighed for udlodning, brutto	2.017.958	+681.182
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	0	+162.365
I alt til rådighed for udlodning, netto	2.017.958	+518.817

NOTE 9: MEDLEMMERNES FORMUE 2015 2014

	Antal andele		Formueværdi	
	i 1.000 DKK		i 1.000 DKK	
Medlemmernes formue primo	97.703.851	13.320.631	76.304.008	9.185.315
Emissioner i året	24.731.238	3.725.177	40.142.156	5.154.657
Indløsninger i året	+34.408.716	+5.523.633	+18.742.313	+2.415.938
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		18.631		14.730
Foreslået udlodning		2.015.804		0
Overførsel af periodens resultat		+50.837		1.900.683
Overført til udlodning næste år		2.154		+518.817
I alt medlemmernes formue	88.026.373	13.507.926	97.703.851	13.320.631

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN 2015 2014

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	98,5	98,0
Øvrige finansielle instrumenter	0,1	0,0
I alt finansielle instrumenter	98,6	98,0
Øvrige aktiver og passiver	1,4	2,0
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
Danske Bank	251.841	170.957

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 noterede investeringsforeninger, hvor afdelingen besidder mere end 5 pct. af kapitalen.

	Egenkapital	Egenkapital
	31.12.2015	31.12.2014
	Ejerandel	Ejerandel
	1.000 DKK	1.000 DKK
USA	14,37	4.504.822
	15,89	3.942.267

Flexinvest Danske Obligationer

Investorerer 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 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i obligationer udstedt i danske kroner eller euro, hvor 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, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er 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 3 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et negativt afkast på 0,59 pct., mens markedet for danske statsobligationer faldt med 0,02 pct. Afdelingens afkast var i underkanten af det forventede afkast, men tilfredsstillende set i forhold til markedsudviklingen og konkurrenter.

Markedet

Set fra dansk side har der været to store valutariske begivenheder i 2015 - den danske fastkurspolitik og de pengepolitiske lempelser fra Den Europæiske Centralbank. Den schweiziske nationalbank besluttede den 15. januar 2015 at ophæve fastkurspolitikken over for EUR, hvilket medførte en del fokus på Danmarks fastkurspolitik mod EUR, og der blev spekuleret i, om DKK kunne blive styrket markant, som det skete for schweizerfrancen. På denne baggrund valgte mange indenlandske investorer at kurssikre sig, hvilket var med til at forstærke det opadgående pres på kronen. Nationalbanken forsvarede aktivt kronens kurs med store interventioner i valutamarkedet, stop for udstedelse af statsobligationer og rentenedsættelser. Nationalbanken kunne ved udgangen af 2015 notere sig, at kronen forblev stabil hen over året, og at de formåede at sikre fastkurspolitikken. Disse tiltag var medvirkende til, at renterne på korte obligationer faldt gennem året, mens renterne på lange obligationer var uforandret til svagt stigende. Statsobligationer klarede sig gennem året gennemsnitligt bedre end realkreditobligationer, da implementeringen af nye myndighedskrav til blandt andet bankerne medførte et øget incitament til at investere i statsobligationer i 2015.

Renten på en 2-årig statsobligation faldt hen over året med 0,5 procentpoint og endte året i -0,54 pct., mens renten på den toneangivende danske statsobligation 1,5% 2023 steg med 0,05 procentpoint til 0,59 pct.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,57 procentpoint lavere end ændringen i markedsudviklingen for danske statsobligationer. Rentefaldet i de korte renter medførte generelt de højeste afkast på afdelingens beholdning af korte obligationer. I den modsatte retning trak beholdningen af specielt lange lav kupon realkreditobligationer, som blev svækket af dels svagt stigende lange renter og dels en udvidelse af renteforskellen mellem stats- og realkreditobligationer som følge af blandt

Afdelingens profil

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Oktober 2006

Risikoindikator (1-7): 3

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060050987

Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år	1,4%
1-3 år	18,0%
3-5 år	22,4%
5-10 år	56,3%
Over 10 år	0,4%
Øvrige inkl. likvide	1,5%

Nøgletal

Sharpe Ratio	0,65
Standardafvigelse	2,65

Flexinvest Danske Obligationer

andet øget myndighedsregulering. En af afdelingens bedste investeringer blev beholdningen af højkupon realkreditobligationer, som gennem året gav et afkast på mellem 1 pct. og 3 pct. I den modsatte retning trak beholdningen af lange konverterbare lav kupon realkreditobligationer, som gav et negativt afkast på mellem 2 pct. og 6 pct.

Gennem året havde afdelingen en overvægt af realkreditobligationer og en tilsvarende undervægt af statsobligationer, hvilket bidrog negativt til det relative afkast, da realkreditobligationer i gennemsnit klarede sig dårligere end statsobligationer. Afdelingen havde ved indgangen til året en lavere renterisiko end benchmark, men i takt med at de lange renter steg hen over foråret, blev varigheden forøget til lidt over benchmark. Varigheden i starten af året bidrog negativt til det relative afkast, mens den i den sidste halvdel af året bidrog positivt.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Verdens centralbanker har gennem de senere år holdt renterne på et ekstremt lavt niveau. Den amerikanske centralbank har dog signaleret en ende på den meget lempelige pengepolitik ved som ventet at hæve renten med 0,25 pct. i december 2015. Den Europæiske Centralbank har dog omvendt signaleret yderligere pengepolitiske tiltag, hvilket primært er en forlængelse af deres opkøbsprogram med det formål at holde renterne på et lavt niveau. En bedring af de økonomiske udsigter vil medføre et opadgående pres på renterne. Det kan påvirke afdelingens afkast negativt. Omvendt vil en svagere økonomisk vækst og inflation kunne forlænge centralbankernes lempelige pengepolitik og herved påvirke afkastet i positiv retning.

Den økonomiske udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren samt huspriserne, vil ligeledes have betydning for investorenes afkast. Det danske renteniveau er set i et historisk perspektiv meget lavt, og selv en svag rentestigning vil derfor kunne mindske afdelingens afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

I lyset af Den Europæiske Centralbanks opkøb forventer vi, at renterne forbliver lave en rum tid endnu, men samtidig at Danmarks Nationalbank hæver renten i løbet af første kvartal. Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi, og ved indgangen til året har afdelingen en overvægt af realkreditobligationer og en neutral vægt af renterisiko set i forhold til markedet for statsobligationer. Vi forventer, at rentespændet på realkreditobligationerne indsnævres i de kommende måneder, og at realkreditobligationerne derfor giver et højere afkast end statsobligationer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt, afkast. Afkastet kan dog blive negativt, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Flexinvest Danske Obligationer

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	116.658	108.605	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	195	0	Indestående i depotselskab	29.784	2.098
I alt renter og udbytter	116.463	108.605	I alt likvide midler	29.784	2.098
3 Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
Obligationer	÷115.505	176.683	Not. obl. fra danske udstedere	5.821.413	4.834.928
4 Handelsomkostninger	0	0	Not. obl. fra udl. udstedere	0	120.285
I alt kursgevinster og -tab	÷115.505	176.683	I alt obligationer	5.821.413	4.955.213
I alt indtægter	958	285.288	Andre aktiver:		
5 Administrationsomkostninger	33.005	33.304	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	59.799	49.586
Resultat før skat	÷32.047	251.984	I alt andre aktiver	59.799	49.586
Skat	0	0	Aktiver i alt	5.910.996	5.006.897
Årets nettoresultat	÷32.047	251.984	Passiver		
Overskudsdisponering			7 Medlemmernes formue	5.802.785	4.952.930
Foreslået udlodning	137.817	118.935	Anden gæld:		
Overført til udlodning næste år	2.120	0	Skyldige omkostninger	217	1.876
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	139.937	118.935	Mellemvær. vedr. handelsafv.	107.993	52.091
Overført til formuen	÷171.984	133.049	I alt anden gæld	108.210	53.967
I alt disponeret	÷32.047	251.984	Passiver i alt	5.910.996	5.006.897

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	6,00	5,33	÷0,21	6,39	÷0,59
Indre værdi (DKK pr. andel)	101,31	105,14	100,20	104,11	101,05
Nettoresultat (t.DKK)	156.799	182.626	÷9.692	251.984	÷32.047
Udbytte (DKK pr. andel)	1,50	4,75	2,40	2,50	2,40
Administrationsomkostninger (pct.)	0,79	0,79	0,77	0,78	0,60
ÅOP	0,85	0,85	0,80	0,81	0,81
Omsætningshastighed (antal gange)	0,40	0,37	0,12	0,32	0,07
Medlemmernes formue (t.DKK)	3.514.723	3.487.027	3.571.038	4.952.930	5.802.785
Antal andele	34.693.016	33.166.900	35.638.107	47.573.837	57.423.896
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.

	2015	2014		
NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK				
Noterede obligationer fra danske udstedere	114.697	105.896		
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	1.961	2.709		
I alt renteindtægter	116.658	108.605		
NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK				
Andre renteudgifter	195	0		
I alt renteudgifter	195	0		
NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK				
Noterede obligationer fra danske udstedere	+ 114.020	175.158		
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	+ 1.485	1.525		
I alt kursgevinster og -tab	+ 115.505	176.683		
NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK				
Bruttohandelsomkostninger	0	0		
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0		
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	0	0		
NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK				
	2015	2014		
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	107	92
Managementhonorar	27.653	0	29.543	0
Fast administrationshonorar	5.352	0	3.562	0
I alt opdelte adm.omk.	33.005	0	33.212	92
I alt adm.omkostninger		33.005		33.304

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

	2015	2014
NOTE 6: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK		
OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING		
Renter og udbytter	116.463	108.605
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	195	0
Kursgevinst til udlodning	45.892	29.637
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	13.155	17.144
Udlodning overført fra sidste år	0	919
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	175.704	156.305
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	33.005	33.304
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷ 2.762	÷ 4.227
I alt til rådighed for udlodning, brutto	139.937	118.774
Frivillig udlodning	0	161
I alt til rådighed for udlodning, netto	139.937	118.935

	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
NOTE 7: MEDLEMMERNES FORMUE				
Medlemmernes formue primo	47.573.837	4.952.930	35.638.107	3.571.038
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷ 118.935		÷ 85.531
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		2.500		÷ 2.532
Emissioner i året	15.955.906	1.626.896	13.861.371	1.413.696
Indløsninger i året	÷ 6.105.847	÷ 630.186	÷ 1.925.641	÷ 197.260
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		1.628		1.535
Foreslået udlodning		137.817		118.935
Overførsel af periodens resultat		÷ 171.984		133.049
Overført til udlodning næste år		2.120		0
I alt medlemmernes formue	57.423.896	5.802.785	47.573.837	4.952.930

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN 2015 2014

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	100,3	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,3	100,0
Øvrige aktiver og passiver	÷ 0,3	0,0
I alt	100,0	100,0

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

Flexinvest Fonde

Investerer i rentebærende obligationer udstedt i danske kroner, som opfylder reglerne for anbringelse af ikke erhvervsdrivende fondes midler.

Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« 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, der er 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 2015 et negativt afkast på 1,10 pct., mens markedet for mellemlange danske obligationer faldt 0,04 pct. Afdelingens afkast var i underkanten af det forventede og ikke tilfredsstillende set i forhold til markedsudviklingen og konkurrenter.

Markedet

Set fra dansk side har der været to store valutariske begivenheder i 2015 - den danske fastkurspolitik og de pengepolitiske lempelser fra ECB. Den schweiziske nationalbank

beslutede den 15. januar 2015 at ophæve fastkurspolitikken over for EUR, hvilket medførte en del fokus på Danmarks fastkurspolitik mod EUR, og der blev spekuleret i, om DKK kunne blive styrket markant, som det skete for schweizerfrancens. På denne baggrund valgte mange indenlandske investorer at kurssikre sig, hvilket var med til at forstærke det opadgående pres på kronen. Nationalbanken forsvarede aktivt kronens kurs med store interventioner i valutamarkedet, stop for udstedelse af statsobligationer og rentenedsættelser. Nationalbanken kunne ved udgangen af 2015 notere sig, at kronen forblev stabil hen over året, og at de formåede at sikre fastkurspolitikken. Disse tiltag var medvirkende til, at renterne på korte obligationer faldt gennem året, mens renterne på lange obligationer var uforandret til svagt stigende. Statsobligationer klarede sig gennem året gennemsnitligt bedre end realkreditobligationer, da implementeringen af nye myndighedskrav til blandt andet bankerne medførte et øget incitament til at investere i statsobligationer i 2015.

Renten på en 2-årig statsobligation faldt hen over året med 0,5 procentpoint og endte året i -0,54 pct., mens renten på den toneangivende danske statsobligation 1,5% 2023 steg med 0,05 procentpoint til 0,59 pct.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 1,06 procentpoint lavere end markedsudviklingen for mellemlange danske obligationer. I 2015 var afdelingen primært investeret i realkreditobligationer. Rentefaldet i de korte renter medførte generelt de højeste afkast på afdelingens beholdning af obligationer med høj kupon. I den modsatte retning trak beholdningen af specielt lange lav kupon realkreditobligationer, som blev svækket af dels svagt stigende lange renter og dels en udvidelse af renteforskellen mellem stats- og realkreditobligationer som følge af blandt andet øget myndighedsregulering. Afdelingens bedste investering blev beholdningen af 30-årige 3,5 %-obligationer, som gennem året gav et afkast på 1 pct. og 3 pct. I den modsatte retning trak beholdningen af lange konverterbare lav kupon realkreditobligationer, som gav et negativt afkast på omkring 5 pct.

Afdelingens profil

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Juni 2009

Risikoindikator (1-7): 2

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060178002

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år 14,7%

1-3 år 15,9%

3-5 år 30,0%

5-10 år 20,7%

Over 10 år 14,0%

Øvrige inkl. likvide 4,7%

Nøgletal

Sharpe Ratio 0,46

Standardafvigelse 1,87

Flexinvest Fonde

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Verdens centralbanker har gennem de senere år holdt renterne på et ekstremt lavt niveau. Den amerikanske centralbank har dog signaleret en ende på den meget lempelige pengepolitik ved som ventet at hæve renten med 0,25 pct. i december 2015. Den Europæiske Centralbank har dog omvendt signaleret yderligere pengepolitiske tiltag, hvilket primært er en forlængelse af deres opkøbsprogram med det formål at holde renterne på et lavt niveau. En bedring af de økonomiske udsigter vil medføre et opadgående pres på renterne. Det kan påvirke afdelingens afkast negativt. Omvendt vil en svagere økonomisk vækst og inflation kunne forlænge centralbankernes lempelige pengepolitik og herved påvirke afkastet i positiv retning.

Den økonomiske udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren samt huspriserne, vil ligeledes have betydning for investorernes afkast. Det danske renteniveau er set i et historisk perspektiv meget lavt, og selv en svag rentestigning vil derfor kunne mindske afdelingens afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

I lyset af Den Europæiske Centralbanks opkøb af obligationer forventer vi, at renterne forb liver lave en rum tid endnu, men samtidig at Danmarks Nationalbank hæver renten i løbet af første kvartal. Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi, og ved indgangen til året har afdelingen en høj andel realkreditobligationer og en overvægt af renterisiko set i forhold til mellemlange danske obligationer. Vi forventer, at rentespændet på realkreditobligationerne indsnævres i de kommende måneder, og at realkreditobligationerne derfor giver et højere afkast end statsobligationer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt, afkast. Afkastet kan dog blive negativt, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Flexinvest Fonde

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	19.655	14.932	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	209	0	Indestående i depotselskab	18.131	4.896
I alt renter og udbytter	19.445	14.932	I alt likvide midler	18.131	4.896
3 Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
Obligationer	÷ 19.906	2.852	Not. obl. fra danske udstedere	977.965	678.472
4 Handelsomkostninger	0	0	I alt obligationer	977.965	678.472
I alt kursgevinster og -tab	÷ 19.906	2.852	Andre aktiver:		
I alt indtægter	÷ 461	17.784	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	6.905	5.048
5 Administrationsomkostninger	6.562	4.287	Mellemvær. vedr. handelsafv.	4.061	0
Resultat før skat	÷ 7.023	13.497	I alt andre aktiver	10.965	5.048
Skat	0	0	Aktiver i alt	1.007.062	688.416
Årets nettoresultat	÷ 7.023	13.497	Passiver		
Overskudsdisponering			7 Medlemmernes formue	1.007.018	637.793
Foreslået udlodning	7.085	6.219	Anden gæld:		
Udbetalt acontoudlodning	9.065	6.476	Skyldige omkostninger	44	248
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	16.150	12.695	Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	50.375
Overført til formuen	÷ 23.174	802	I alt anden gæld	44	50.623
I alt disponeret	÷ 7.023	13.497	Passiver i alt	1.007.062	688.416

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	3,94	3,22	1,05	2,94	÷ 1,10
Indre værdi (DKK pr. andel)	103,47	103,49	102,07	102,56	99,49
Nettoresultat (t.DKK)	1.988	2.015	1.215	13.497	÷ 7.023
Udbytte (DKK pr. andel)	3,25	3,25	2,40	2,10	1,65
Administrationsomkostninger (pct.)	0,81	0,81	0,79	0,79	0,79
ÅOP	0,86	0,87	0,81	0,82	0,82
Omsætningshastighed (antal gange)	0,05	0,29	0,04	0,21	0,25
Medlemmernes formue (t.DKK)	61.883	64.680	427.377	637.793	1.007.018
Antal andele	598.097	624.960	4.187.032	6.218.693	10.121.399
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

	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	19.626	14.932
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	29	0
I alt renteindtægter	19.655	14.932

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Andre renteudgifter	209	0
I alt renteudgifter	209	0

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	+19.906	2.852
I alt kursgevinster og -tab	+19.906	2.852

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	0	0
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	0	0

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015		2014	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	15	11
Managementhonorar	5.732	0	3.757	0
Fast administrationshonorar	831	0	504	0
I alt opdelt adm.omk.	6.562	0	4.276	11
I alt adm.omkostninger		6.562		4.287

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 6: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK

	2015	2014
OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING		
Renter og udbytter	19.445	14.932
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	209	0
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	3.821	2.317
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	23.475	17.249
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	6.562	4.287
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷1.241	÷640
I alt til rådighed for udlodning, brutto	15.672	12.321
Frivillig udlodning	478	373
I alt til rådighed for udlodning, netto	16.150	12.694

NOTE 7: MEDLEMMERNES FORMUE

	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	6.218.693	637.793	4.187.032	427.377
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		+6.219		+5.862
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		+1.028		+1.066
Emissioner i året	4.059.254	407.896	2.195.656	226.984
Indløsninger i året	+156.548	+15.729	+163.995	+16.905
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		394		243
Foreslået udlodning		7.085		6.219
Overførsel af periodens resultat		+23.174		802
I alt medlemmernes formue	10.121.399	1.007.018	6.218.693	637.793

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle instrumenter i pct.

	2015	2014
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,1	106,4
I alt finansielle instrumenter	97,1	106,4
Øvrige aktiver og passiver	2,9	+6,4
I alt	100,0	100,0

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

Flexinvest Forvaltning Korte Obligationer

Investorerer 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 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i obligationer udstedt i danske kroner eller euro, hvor 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 eventuelle valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er 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

Siden afdelingen blev introduceret den 26. maj 2015, var afdelingens afkast på 0,33 pct., mens markedsudviklingen for korte statsobligationer i samme periode var et fald på 0,23 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til markedsudviklingen og konkurrenter og afkastet indfrie vores forventninger om et positivt afkast.

Markedet

Set fra dansk side har der været to store valutariske begivenheder i 2015 - den danske fastkurspolitik og de pengepolitiske lempelser fra ECB. Den schweiziske nationalbank besluttede den 15. januar 2015 at ophæve fastkurspolitikken over for EUR, hvilket medførte en del fokus på Danmarks fastkurspolitik mod EUR, og der blev spekuleret i, om DKK kunne blive styrket markant, som det skete for schweizerfrancen. På denne baggrund valgte mange indenlandske investorer at kurssikre sig, hvilket var med til at forstærke det opadgående pres på kronen. Nationalbanken forsvarede aktivt kronens kurs med store interventioner i valutamarke- det, stop for udstedelse af statsobligationer og rentenedsæt- telser. Nationalbanken kunne ved udgangen af 2015 notere sig, at kronen forblev stabil hen over året, og at de formåede at sikre fastkurspolitikken. Disse tiltag var medvirkende til, at renterne på korte obligationer faldt gennem året, mens ren- terne på lange obligationer var uforandret til svagt stigende. Statsobligationer klarede sig gennem året gennemsnitligt bedre end realkreditobligationer, da implementeringen af nye myndighedskrav til blandt andet bankerne medførte et øget incitament til at investere i statsobligationer i 2015.

Renten på en 2-årig statsobligation faldt hen over året med 0,5 procentpoint og endte året i -0,54 pct., mens renten på den toneangivende danske statsobligation 1,5% 2023 steg med 0,05 procentpoint til 0,59 pct.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,1 procentpoint højere end markeds- udviklingen for korte statsobligationer. Rentefaldet i de korte renter medførte generelt de højeste afkast på afdelingens beholdning af korte obligationer. I den modsatte retning trak beholdningen af specielt lange lav kupon realkreditobligati- oner, som blev svækket af dels svagt stigende lange renter og dels en udvidelse af renteforskellen mellem stats- og realkreditobligationer som følge af blandt andet øget myn- dighedsregulering. En af afdelingens bedste investeringer blev beholdningen af obligationer udstedt af Den Europæiske

Afdelingens profil

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Maj 2015

Risikoindikator (1-7): 2

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060637569

Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år	34,0%
1-3 år	36,4%
3-5 år	26,0%
5-10 år	2,2%
Øvrige inkl. likvide	1,4%

Flexinvest Forvaltning Korte Obligationer

Investeringsbank, som gav et afkast på knap 5 pct. I den modsatte retning trak beholdningen af lange konverterbare lav kupon realkreditobligationer, som gav et negativt afkast på mellem 2 og godt 4 pct.

Gennem året havde afdelingen en overvægt af realkreditobligationer og en tilsvarende undervægt af statsobligationer, hvilket bidrog negativt til det relative afkast, da realkreditobligationer i gennemsnit klarede sig dårligere end statsobligationer. Afdelingen havde ved indgangen til året en lavere renterisiko end benchmark, men i takt med at de lange renter steg hen over foråret, blev varigheden forøget til lidt over benchmark. Varigheden i starten af året bidrog negativt til det relative afkast, mens den i den sidste halvdel af året bidrog positivt.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Verdens centralbanker har gennem de senere år holdt renterne på et ekstremt lavt niveau. Den amerikanske centralbank har dog signaleret en ende på den meget lempelige pengepolitik ved som ventet at hæve renten med 0,25 pct. i december 2015. Den Europæiske Centralbank har dog omvendt signaleret yderligere pengepolitiske tiltag, hvilket primært er en forlængelse af deres opkøbsprogram med det formål at holde renterne på et lavt niveau. En bedring af de økonomiske udsigter vil medføre et opadgående pres på renterne. Det kan påvirke afdelingens afkast negativt. Omvendt vil en svagere økonomisk vækst og inflation kunne forlænge centralbankernes lempelige pengepolitik og herved påvirke afkastet i positiv retning.

Den økonomiske udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren samt huspriserne, vil ligeledes have betydning for investorernes afkast. Det danske renteniveau er set i et historisk perspektiv meget lavt, og selv en svag rentestigning vil derfor kunne mindske afdelingens afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

I lyset af ECB's opkøb forventer vi, at renterne forbliver lave en rum tid endnu, men samtidig at Danmarks Nationalbank hæver renten i løbet af første kvartal. Afdelingen har en overvægt af realkreditobligationer og en svag overvægt af renterisiko set i forhold til benchmark. Vi forventer, at rentespændet på realkreditobligationerne indsnævres i 2016, og at realkreditobligationerne derfor giver et højere afkast end statsobligationer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt, afkast. Afkastet kan dog blive negativt, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Flexinvest Forvaltning Korte Obligationer

Resultatopgørelse		Balance	
26.5.-31.12.2015		31.12.2015	
1.000 DKK		1.000 DKK	
Renter og udbytter:		Aktiver	
1 Renteindtægter	5.173	Likvide midler:	
2 Renteudgifter	13	Indestående i depotselskab	598
I alt renter og udbytter	5.161	I alt likvide midler	598
Kursgevinster og -tab:		Obligationer:	
Obligationer	÷3.028	Not. obl. fra danske udstedere	480.805
4 Handelsomkostninger	0	Not. obl. fra udl. udstedere	17.544
I alt kursgevinster og -tab	÷3.028	I alt obligationer	498.348
I alt indtægter	2.133	Andre aktiver:	
5 Administrationsomkostninger	582	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	4.377
Resultat før skat	1.551	I alt andre aktiver	4.377
Skat	0	Aktiver i alt	503.323
Årets nettoresultat	1.551	Passiver	
Overskudsdisponering		7 Medlemmernes formue	498.260
Foreslået udlodning	4.470	Anden gæld:	
Overført til udlodning næste år	253	Skyldige omkostninger	13
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	4.723	Mellemvær. vedr. handelsafv.	5.050
Overført til formuen	÷3.172	I alt anden gæld	5.063
I alt disponeret	1.551	Passiver i alt	503.323

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	-	-	2015
Afkast (pct.)*	-	-	-	-	0,33
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	-	100,33
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	-	1.551
Udbytte (DKK pr. andel)	-	-	-	-	0,90
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	0,20
ÅOP	-	-	-	-	0,64
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	-	0,13
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	-	498.260
Antal andele	-	-	-	-	4.966.261
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	-	100

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Flexinvest Forvaltning 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 2015

Noterede obligationer fra danske udstedere	5.003
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	170
I alt renteindtægter	5.173

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK 2015

Andre renteudgifter	13
I alt renteudgifter	13

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK 2015

Noterede obligationer fra danske udstedere	÷ 2.901
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	÷ 127
I alt kursgevinster og -tab	÷ 3.028

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK 2015

Bruttohandelsomkostninger	0
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	0

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK 2015

	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	320	0
Fast administrationshonorar	262	0
I alt opdeltede adm.omk.	582	0
I alt adm.omkostninger		582

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 6: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK 2015

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING	
Renter og udbytter	5.161
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	13
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	150
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	5.323
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	582
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷ 19
I alt til rådighed for udlodning, netto	4.723

NOTE 7: MEDLEMMERNES FORMUE 2015

	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Emissioner i året	5.321.102	532.083
Indløsninger i året	÷ 354.841	÷ 35.480
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		105
Foreslået udlodning		4.470
Overførsel af periodens resultat		÷ 3.172
Overført til udlodning næste år		253
I alt medlemmernes formue	4.966.261	498.260

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN 2015

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0
I alt	100,0

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

Flexinvest Korte Obligationer

Investerer i obligationer, konvertible obligationer og contingency bonds, herunder statsobligationer udstedt af lande med høj kreditrating og statsobligationer udstedt af emerging markets-lande, dvs. lande med lav kreditrating, samt i obligationer udstedt af kreditinstitutioner og erhvervsvirksomheder med høj og lav kreditrating. Obligationerne kan have kort og lang varighed, dog således at porteføljens beregnede varighed maksimalt vil være 3 år. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen kan investere i alle obligationstyper uanset kreditvurdering og valuta. Afdelingen kan investere i erhvervsobligationer, herunder obligationer med lav kreditkvalitet, realkreditobligationer samt statsobligationer fra lande med såvel høj som lav kreditkvalitet. Obligationerne kan være udstedt i DKK og forskellige udenlandske valutaer, ligesom obligationerne kan have såvel kort som lang varighed dog i et sådant forhold, at porteføljens beregnede varighed maksimalt er tre år. Afdelingen kan således have en investeringsmæssig risiko mod udviklingen i alle obligationstyper og valutaer. Afdelingen afdækker valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er 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 risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 2 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et negativt afkast på 1,46 pct. Afdelingens afkast indfrieede ikke vores forventning om et lavt positivt afkast, og det opnåede afkast er ikke tilfredsstillende set i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen på forskellige obligationsmarkeder.

Markedet

2015 var et meget begivenhedsrigt år på det danske obligationsmarked. Den Europæiske Centralbank (ECB) annoncerede i starten af året et historisk stort opkøbsprogram af statsobligationer. Formålet var at presse renterne ned, styrke den økonomiske vækst og sætte gang i den historisk lave inflation. Det medførte en dansk valutakrise med en styrkelse af DKK. Nationalbanken var herefter tvunget til i fire omgange at sænke indskudsbevisrenten til rekordlave -0,75 pct. for at mindske indstrømningen af valuta. Disse tiltag var medvirkende til, at renterne på korte obligationer faldt gennem året, mens renterne på lange obligationer var uforandret til svagt stigende. Danske statsobligationer klarede sig gennem året gennemsnitligt bedre end realkreditobligationer, da implementeringen af nye myndighedskrav til blandt andet bankerne medførte et øget incitament til at investere i statsobligationer. Renten på en dansk 2-årig statsobligation faldt hen over året med 0,5 procentpoint og endte året i -0,54 pct., mens renten på den toneangivende danske statsobligation 1,5% 2023 sluttede med en lille stigning på 0,05 pct. til 0,59 pct. ECB's opkøb smittede positivt af på andre typer af obligationer, herunder obligationer udstedt af virksomheder og udviklingslande. Rentefald blev dog afløst af rentestigninger i foråret, da markedet nedtonede risikoen for faldende inflation. Den i forvejen sure stemning på markederne blev forværret over sommeren. Den ansættede politiske situation i Grækenland og usikkerhed omkring kinesiske valutapolitik førte til faldende obligationskurser over sommeren. Situationen blev yderligere forværret som resultat af faldende oliepriser i andet halvår. Resultatet for året blev da også lave eller ligefrem negative afkast for dele af markedet. Obligationer fra de nye markeder udstedt i USD og europæ-

Afdelingens profil

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Oktober 2006

Risikoindikator (1-7): 2

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060051282

Porteføljeadgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år	24,3%
1-3 år	30,1%
3-5 år	27,2%
5-10 år	15,2%
Over 10 år	0,9%
Øvrige inkl. likvide	2,3%

Nøgletal

Sharpe Ratio	-0,02
Standardafvigelse	1,23

Flexinvest Korte Obligationer

iske virksomhedsobligationer gav det højeste afkast i 2015, mens obligationer udstedt af amerikanske virksomheder gav det laveste afkast.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens vedtægter blev ændret i 2015, så det blev muligt at investere i udenlandske obligationer, herunder i virksomhedsobligationer. Afdelingen var i årets første halvdel udelukkende investeret i danske obligationer. Som følge af det rekordlave renteniveau i Danmark blev afdelingens investeringer i løbet af sommeren spredt ud til andre markeder med en højere rente. Investeringerne blev tilrettelagt, så følsomheden over for stigninger i renteniveauet på statsobligationer blev mindsket. Cirka 75 pct. af investeringerne var i andet halvår i danske realkreditobligationer og europæiske statsobligationer. Omkring 15 pct. var investeret i europæiske og amerikanske virksomhedsobligationer og lidt under 10 pct. var investeret i obligationer i USD udstedt af udviklingslande.

Afdelingens investeringer uden for det danske realkreditmarked trak afkastet ned. Det skyldtes usikkerheden omkring den kinesiske valutapolitik og den faldende oliepris. Usikkerheden havde negativ indflydelse på obligationer udstedt i USD af udviklingslande og amerikanske virksomhedsobligationer.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Afdelingen er investeret i obligationer udstedt af europæiske og amerikanske virksomheder. Genoplussen af den økonomiske krise i Europa vil derfor være negativt for afdelingens afkast. Højere end forventet inflation kan afstedkomme stigende obligationsrenter i USA, da den amerikanske centralbank, Fed, vil hæve den ledende rente mere end, hvad der forventes i øjeblikket. Det vil være negativt for afdelingen og især for den del, der er investeret i obligationer udstedt af udviklingslande. Et yderligere fald i råvarepriserne, herunder olieprisen, vil være negativt for olieproducerende lande og virksomheder. En del af afdelingen består af obligationer udstedt af disse lande og virksomheder, og den vil blive negativt påvirket, hvis olieprisen falder yderligere. Endelig vil risici knyttet til udviklingen i nøglelande som Kina, Brasilien og Tyrkiet have stor betydning for afdelingens investering i obligationer udstedt af udviklingslande. Den økonomiske

udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren samt huspriserne, vil ligeledes have betydning for investorernes afkast. Det danske renteniveau er set i et historisk perspektiv meget lavt, og selv en svag rentestigning vil derfor kunne mindske afdelingens afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

I USA er arbejdsmarkedet præget af betydelig fremgang, men vi forventer ikke, at inflationen stiger væsentligt. Fed vil derfor kun i moderat omfang hæve den ledende rente i løbet af 2016. I Europa er det modsatte tilfældet. ECB forsøger fortsat at stimulere den økonomiske vækst, hvilket sker ved hjælp af pengepolitiske tiltag, herunder opkøb af obligationer. Fed presser derfor det amerikanske renteniveau op, og ECB presser det europæiske renteniveau ned. Denne divergens vil få stor betydning for andre markeder, herunder valuta- og råvaremarkederne. Vi forventer derfor, at udsvingene på markederne vil vokse, og at markedsafkastet vil være moderat. På denne baggrund foretrækker vi europæiske virksomhedsobligationer ved siden af korte danske realkreditobligationer.

For det første vil ECB's politik lægge låg på stigninger i renteniveauet, og for det andet er fremgangen i den europæiske økonomi gavnlig for indtjeningen i virksomhederne. For det tredje er gældsgraden blandt europæiske virksomheder ganske lav og stiger ikke. Vi foretrækker desuden obligationer i USD udstedt af udviklingslande. Vi har tilrettelagt strategien, så investeringerne i obligationer uden for det danske obligationsmarked er mindre følsomme over for et stigende renteniveau på statsobligationer. Vi forventer desuden, at rentespændet på realkreditobligationerne indsnævres i de kommende måneder, og at realkreditobligationerne derfor giver et højere afkast end statsobligationer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt, afkast. Afkastet kan dog blive negativt, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Flexinvest Korte Obligationer

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	427.563	400.859	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	2.864	0	Indestående i depotselskab	344.854	140.784
I alt renter og udbytter	424.699	400.859	I alt likvide midler	344.854	140.784
3 Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
Obligationer	÷380.346	÷150.908	Not. obl. fra danske udstedere	18.706.339	17.906.296
Kapitalandele	÷201.045	0	Not. obl. fra udl. udstedere	4.681.864	840.101
Afledte finansielle instr.	÷45.241	0	Unoterede obligationer	2.934	0
Valutakonti	÷39.373	0	I alt obligationer	23.391.137	18.746.396
Øvrige aktiver/passiver	÷349	0	Kapitalandele:		
4 Handelsomkostninger	÷494	0	Inv-beviser i andre danske		
I alt kursgevinster og -tab	÷666.847	÷150.908	inv- og specialforeninger	2.587.474	0
I alt indtægter	÷242.148	249.951	I alt kapitalandele	2.587.474	0
5 Administrationsomkostninger	115.722	114.198	Afl. finansielle instr.:		
Resultat før skat	÷357.870	135.754	Unot. afl. finansielle instr.	40.985	0
Skat	0	0	I alt afledte finansielle instr.	40.985	0
Årets nettoresultat	÷357.870	135.754	Andre aktiver:		
Overskudsdisponering			Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	209.496	146.548
Foreslået udlodning	207.282	127.759	I alt andre aktiver	209.496	146.548
Overført til udlodning næste år	9.703	14.931	Aktiver i alt	26.573.946	19.033.729
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	216.986	142.690	Passiver		
Overført til formuen	÷574.856	÷6.936	7 Medlemmernes formue	25.967.321	18.689.275
I alt disponeret	÷357.870	135.754	Afledte finansielle instrumenter:		
			Unot. afl. finansielle instr.	12.137	0
			I alt afledte finansielle instr.	12.137	0
			Anden gæld:		
			Skyldige omkostninger	783	5.346
			Mellemvær. vedr. handelsafv.	593.706	339.108
			I alt anden gæld	594.488	344.454
			Passiver i alt	26.573.946	19.033.729

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	2,42	2,92	0,88	0,82	÷1,46
Indre værdi (DKK pr. andel)	102,94	103,90	103,06	102,40	100,22
Nettoresultat (t.DKK)	273.770	406.874	125.600	135.754	÷357.870
Udbytte (DKK pr. andel)	2,00	1,75	1,50	0,70	0,80
Administrationsomkostninger (pct.)	0,60	0,60	0,60	0,61	0,53
ÅOP	0,66	0,66	0,63	0,64	0,67
Omsætningshastighed (antal gange)	0,76	0,51	0,12	0,56	0,23
Medlemmernes formue (t.DKK)	13.712.787	14.698.352	18.353.213	18.689.275	25.967.321
Antal andele	133.212.622	141.465.072	178.082.573	182.512.339	259.103.114
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Flexinvest Korte Obligationer

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Indestående i depotselskab	9	229
Noterede obligationer fra danske udstedere	317.127	388.708
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	110.128	11.922
Unoterede obligationer	53	0
Andre renteindtægter	247	0
I alt renteindtægter	427.563	400.859

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	2.864	0
I alt renteudgifter	2.864	0

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	÷277.562	÷156.102
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	÷102.173	5.195
Unoterede obligationer	÷610	0
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	÷201.045	0
Terminsforetninger/futures m.m.	18.768	0
Renteforetninger	÷64.009	0
Valutakonti	÷39.373	0
Øvrige aktiver/passiver	÷349	0
Handelsomkostninger	÷494	0
I alt kursgevinster og -tab	÷666.847	÷150.908

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷733	0
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	239	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷494	0

	NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK			
	2015		2014	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	538	475
Managementhonorar	95.930	0	97.781	0
Fast administrationshonorar	19.792	0	15.404	0
I alt opdelte adm.omk.	115.722	0	113.723	475
I alt adm.omkostninger		115.722		114.198

I administrationsomkostningerne indgår t.DKK 17.951 fra »Kursregulering af investeringsbeviser«.

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 6: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK	2015	2014
OPGØRELSE AF TIL RÅDGIGHED FOR UDLODNING		
Renter og udbytter	424.699	400.859
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	2.864	0
Kursgevinst til udlodning	÷172.858	÷160.247
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	62.841	7.176
Udlodning overført fra sidste år	14.931	11.574
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	332.477	259.362
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	115.722	114.198
Overført fra Kursregulering af investeringsbeviser	17.951	0
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷17.721	÷2.474
I alt til rådighed for udlodning, netto	216.986	142.690

NOTE 7: MEDLEMMERNES FORMUE	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	182.512.339	18.689.275	178.082.573	18.353.213
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷127.759		÷267.124
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		10.821		14.977
Emissioner i året	124.098.601	12.567.529	46.348.888	4.761.835
Indløsninger i året	÷47.507.826	÷4.829.827	÷41.919.122	÷4.317.591
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		15.152		8.212
Foreslået udlodning		207.282		127.759
Overførsel af periodens resultat		÷574.856		÷6.936
Overført til udlodning næste år		9.703		14.931
I alt medlemmernes formue	259.103.114	25.967.321	182.512.339	18.689.275

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2015	2014
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	100,0	100,3
Øvrige finansielle instrumenter	0,1	0,0
I alt finansielle instrumenter	100,2	100,3
Øvrige aktiver og passiver	÷0,2	÷0,3
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank	Markedsværdi	Markedsværdi
Navn		
5,75 DANSKE BANK CALL/PERP	1.902	0
DANSKE BANK FRN PERP/CALL	13.634	0
3,875 DANSKE BANK EMTN 28/2-2012/2017	778	0
0,75 DANSKE BANK A/S 4/5-2015/2020	3.750	0
I alt	20.064	

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 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i obligationer udstedt i danske kroner eller euro, hvor 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 eventuelle valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er 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 3 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et negativt afkast på 1,43 pct., mens markedsudviklingen for lange danske obligationer var et fald på 0,36 pct. Afdelingens afkast var i underkanten af det forventede afkast og ikke tilfredsstillende set i forhold til udviklingen i markedsudviklingen og konkurrenter.

Markedet

Set fra dansk side har der været to store valutariske begivenheder i 2015 – den danske fastkurspolitik og de pengepolitiske lempelser fra ECB. Den schweiziske nationalbank besluttede den 15. januar 2015 at ophæve fastkurspolitikken over for EUR, hvilket medførte en del fokus på Danmarks fastkurspolitik mod EUR, og der blev spekuleret i, om DKK kunne blive styrket markant, som det skete for schweizerfrancen. På denne baggrund valgte mange indenlandske investorer at kurssikre sig, hvilket var med til at forstærke det opadgående pres på kronen. Nationalbanken forsvarede aktivt kronens kurs med store interventioner i valutamarkedet, stop for udstedelse af statsobligationer og rentenedsættelser. Nationalbanken kunne ved udgangen af 2015 notere sig, at kronen forblev stabil hen over året, og at de formåede at sikre fastkurspolitikken. Disse tiltag var medvirkende til, at renterne på korte obligationer faldt gennem året, mens renterne på lange obligationer var uforandret til svagt stigende. Statsobligationer klarede sig gennem året gennemsnitligt bedre end realkreditobligationer, da implementeringen af nye myndighedskrav til blandt andet bankerne medførte et øget incitament til at investere i statsobligationer i 2015.

Renten på en 2-årig statsobligation faldt hen over året med 0,5 procentpoint og endte året i -0,54 pct., mens renten på den toneangivende danske statsobligation 1,5% 2023 steg med 0,05 procentpoint til 0,59 pct.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 1,07 procentpoint lavere end ændringen i markedsudviklingen for lange obligationer. Rentefaldet i de korte renter medførte generelt de højeste afkast på afdelingens beholdning af korte obligationer. I den modsatte retning trak beholdningen af specielt lange lav kupon realkreditobligationer, som blev svækket af dels svagt stigende lange renter og dels en udvidelse af renteforskellen mellem stats- og realkreditobligationer som følge af blandt andet øget myndighedsregulering. I den modsatte retning trak beholdningen af lange konverterbare lav kupon realkreditobligationer samt 30-årige statsobligationer, som gav negative afkast mellem 2 pct. og 6 pct.

Afdelingens profil

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Juni 2009

Risikoindikator (1-7): 3

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060178192

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

1-3 år	17,8%
3-5 år	13,8%
5-10 år	54,5%
Over 10 år	12,4%
Øvrige inkl. likvide	1,5%

Nøgletal

Sharpe Ratio	0,56
Standardafvigelse	3,88

Flexinvest Lange Obligationer

Gennem året havde afdelingen en overvægt af realkreditobligationer og en tilsvarende undervægt af statsobligationer, hvilket bidrog negativt til det relative afkast, da realkreditobligationer i gennemsnit klarede sig dårligere end statsobligationer. Afdelingen havde ved indgangen til året en lavere renterisiko end det generelle marked for lange obligationer, men i takt med at de lange renter steg hen over foråret, blev varigheden forøget. Varigheden i starten af året bidrog negativt til det relative afkast, mens den i den sidste halvdel af året bidrog positivt.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Verdens centralbanker har gennem de senere år holdt renterne på et ekstremt lavt niveau. Den amerikanske centralbank har dog signaleret en ende på den meget lempelige pengepolitik ved som ventet at hæve renten med 0,25 pct. i december 2015. Den Europæiske Centralbank har dog omvendt signaleret yderligere pengepolitiske tiltag, hvilket primært er en forlængelse af deres opkøbsprogram med det formål at holde renterne på et lavt niveau. En bedring af de økonomiske udsigter vil medføre et opadgående pres på renterne. Det kan påvirke afdelingens afkast negativt. Omvendt vil en svagere økonomisk vækst og inflation kunne forlænge centralbankernes lempelige pengepolitik og herved påvirke afkastet i positiv retning.

Den økonomiske udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren samt huspriserne, vil ligeledes have betydning for investorernes afkast. Det danske renteniveau er set i et historisk perspektiv meget lavt, og selv en svag rentestigning vil derfor kunne mindske afdelingens afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

I lyset af ECB's opkøb forventer vi, at renterne forbliver lave en rum tid endnu, men samtidig at Danmarks Nationalbank hæver renten i løbet af første kvartal. Afdelingen har en overvægt af realkreditobligationer og en svag overvægt af renterisiko set i forhold til benchmark. Vi forventer, at rentespændet på realkreditobligationerne indsnævres i 2016, og at realkreditobligationerne derfor giver et højere afkast end statsobligationer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt, afkast. Afkastet kan dog blive negativt, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Flexinvest Lange Obligationer

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	4.660	4.603	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	12	0	Indestående i depotselskab	1.379	244
I alt renter og udbytter	4.648	4.603	I alt likvide midler	1.379	244
3 Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
Obligationer	÷6.539	13.231	Not. obl. fra danske udstedere	173.537	198.026
4 Handelsomkostninger	0	0	Not. obl. fra udl. udstedere	6.345	6.588
I alt kursgevinster og -tab	÷6.539	13.231	I alt obligationer	179.882	204.614
I alt indtægter	÷1.892	17.834	Andre aktiver:		
5 Administrationsomkostninger	1.646	1.474	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	1.680	1.591
Resultat før skat	÷3.537	16.360	Mellemvær. vedr. handelsafv.	515	75
Skat	0	0	I alt andre aktiver	2.195	1.666
Årets nettoresultat	÷3.537	16.360	Aktiver i alt	183.456	206.524
Overskudsdisponering			Passiver		
Foreslået udlodning	4.229	4.812	7 Medlemmernes formue	179.875	206.429
Udbetalt acontoudlodning	2.234	1.990	Anden gæld:		
Overført til udlodning næste år	151	144	Skyldige omkostninger	8	80
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	6.613	6.946	Mellemvær. vedr. handelsafv.	3.573	15
Overført til formuen	÷10.151	9.414	I alt anden gæld	3.581	95
I alt disponeret	÷3.537	16.360	Passiver i alt	183.456	206.524

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	10,06	5,83	÷0,64	9,30	÷1,43
Indre værdi (DKK pr. andel)	112,65	115,05	103,93	111,53	106,34
Nettoresultat (t.DKK)	4.220	2.421	÷875	16.360	÷3.537
Udbytte (DKK pr. andel)	4,00	10,75	1,90	3,70	3,60
Administrationsomkostninger (pct.)	0,81	0,84	0,80	0,79	0,79
ÅOP	0,88	0,91	0,83	0,82	0,83
Omsætningshastighed (antal gange)	0,21	0,22	0,00	0,57	0,32
Medlemmernes formue (t.DKK)	49.160	37.280	152.017	206.429	179.875
Antal andele	436.381	324.038	1.462.632	1.850.925	1.691.478
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

	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	4.152	4.360
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	508	243
I alt renteindtægter	4.660	4.603

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Andre renteudgifter	12	0
I alt renteudgifter	12	0

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	+6.297	13.218
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	+243	13
I alt kursgevinster og -tab	+6.539	13.231

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	0	0
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	0	0

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015		2014	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	7	4
Managementhonorar	1.438	0	1.290	0
Fast administrationshonorar	208	0	173	0
I alt opdelte adm.omk.	1.646	0	1.469	4
I alt adm.omkostninger		1.646		1.474

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 6: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK

	2015	2014
OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING		
Renter og udbytter	4.648	4.603
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	12	0
Kursgevinst til udlodning	3.745	3.321
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter; udbytter og kursgevinster	+411	476
Udlodning overført fra sidste år	144	116
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	8.138	8.516
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	1.646	1.474
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	121	+95
I alt til rådighed for udlodning, netto	6.613	6.947

NOTE 7: MEDLEMMERNES FORMUE

	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	1.850.925	206.429	1.462.632	152.017
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		+4.812		+1.316
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		+364		+201
Emissioner i året	415.462	45.706	443.642	47.533
Indløsninger i året	+574.909	+61.415	+55.349	+6.028
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		103		55
Foreslået udlodning		4.229		4.812
Overførsel af periodens resultat		+10.151		9.414
Overført til udlodning næste år		151		144
I alt medlemmernes formue	1.691.478	179.875	1.850.925	206.429

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle instrumenter i pct.

	2015	2014
Børsnoterede finansielle instrumenter	100,0	99,1
I alt finansielle instrumenter	100,0	99,1
Øvrige aktiver og passiver	0,0	0,9
I alt	100,0	100,0

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

Flexinvest Udenlandske Obligationer

Investerer i udenlandske obligationer, herunder statsobligationer udstedt af emerging markedslande 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 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen kan investere i alle obligationstyper uanset kreditvurdering og valuta. Afdelingen kan investere i erhvervsobligationer, herunder obligationer med lav kreditkvalitet, realkreditobligationer samt statsobligationer fra lande med såvel høj som lav kreditkvalitet. Afdelingen kan således have en investeringsmæssig risiko mod udviklingen i alle obligationstyper og valutaer. Afdelingen afdækker valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af, der er 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 risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 3 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et negativt afkast på 3,14 pct. Afdelingen har intet benchmark. Afkastet er tilfredsstillende set i lyset af udviklingen på de forskellige obligationsmarkeder samt konkurrenter. Afdelingen har ikke indfriet vores forventning om et lavt, men positivt, afkast, på grund af svagt stigende statsrenter samt udvidelse af merrenten på virksomhedsobligationer med såvel høj som lav kreditkvalitet i forhold til tilsvarende statsobligationer [kreditspændet].

Markedet

Årets første måneder var præget af rentefald og dermed solide obligationsafkast. Det skyldtes, at Den Europæiske Centralbank (ECB) påbegyndte opkøb af statsobligationer med henblik på at understøtte den økonomiske vækst og undgå faldende forbrugerpriser i Europa. Opkøbene smittede positivt af på andre typer af obligationer, herunder obligationer udstedt af virksomheder og de nye markeder. Rentefald blev afløst af rentestigninger i foråret, da markedet nedtonede risikoen for faldende inflation. Den i forvejen sure stemning på markederne blev forværret over sommeren. Den anspændte politiske situation i Grækenland og usikkerhed omkring kinesisk valutapolitik førte til faldende obligationskurser over sommeren. Situationen blev yderligere forværret som resultat af faldende oliepriser i andet halvår. Resultatet for året blev da også lave eller ligefrem negative afkast for dele af markedet. Obligationer fra de nye markeder udstedt i USD og obligationer udstedt af europæiske virksomheder gav det højeste afkast i 2015, mens obligationer udstedt af amerikanske virksomheder og obligationer fra de nye markeder udstedt i lokal valuta gav det laveste afkast.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingen havde i årets løb ca. 10 pct. af formuen investeret i obligationer udstedt af europæiske virksomheder med en høj kreditkvalitet og ca. 40 pct. af formuen i obligationer udstedt af amerikanske og europæiske virksomheder med lav kreditkvalitet. Herudover havde afdelingen ca. 45 pct. i obligationer fra de nye markeder. Hovedparten af disse

Afdelingens profil

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Oktober 2006

Risikoindikator (1-7): 3

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060051449

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år	3,7%
1-3 år	14,3%
3-5 år	39,1%
5-10 år	35,1%
Over 10 år	3,8%
Øvrige inkl. likvide	4,0%

Nøgletal

Sharpe Ratio	0,07
Standardafvigelse	4,95

Flexinvest Udenlandske Obligationer

obligationer var udstedt i USD og kun en mindre del i det enkelte nye markeds valuta. Afdelingen havde i perioden ikke valutarisici på nær den del, som var investeret i obligationer fra de nye markeder udstedt i lokal valuta. I løbet af 2015 blev andelen af europæiske virksomhedsobligationer øget på bekostning af obligationer fra de nye markeder udstedt i lokal valuta.

Afdelingens andel af obligationer udstedt af europæiske virksomheder og obligationer fra de nye markeder udstedt i USD bidrog positivt til afkastet. Derimod trak obligationer udstedt af amerikanske virksomheder og obligationer fra de nye markeder udstedt i lokal valuta afdelingens afkast ned.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Afdelingen er investeret i obligationer udstedt af europæiske og amerikanske virksomheder. Genoplussen af den økonomiske krise i Europa vil derfor være negativt for afdelingens afkast. Højere end forventet inflation kan afstedkomme stigende obligationsrenter i USA, da den amerikanske centralbank, Fed, vil hæve den ledende rente mere end, hvad der forventes i øjeblikket. Det vil være negativt for afdelingen og især for den del, der er investeret i amerikanske virksomhedsobligationer, men også for obligationer fra de nye markeder. Et yderligere fald i råvarepriserne, herunder olieprisen, vil være negativt for olieproducerende lande og virksomheder. En del af afdelingen består af obligationer udstedt af disse lande og virksomheder, og den vil derfor blive negativt påvirket, hvis olieprisen falder yderligere. Endelig vil risici knyttet til udviklingen i nøglelande som Kina, Brasilien og Tyrkiet have stor betydning for afdelingens investering i obligationer fra de nye markeder.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer lave, men positive, afkast på obligationsmarkederne i resten af 2016. I USA er arbejdsmarkedet præget af betydelig fremgang, men vi forventer ikke, at inflationen stiger væsentligt. Den amerikanske centralbank vil derfor kun i moderat omfang hæve den ledende rente i løbet af

2016. I Europa er det modsatte tilfældet. Den Europæiske Centralbank (ECB) forsøger fortsat at stimulere den økonomiske vækst, hvilket sker ved hjælp af pengepolitiske tiltag, herunder opkøb af obligationer. Fed presser derfor det amerikanske renteniveau op, og ECB presser det europæiske renteniveau ned. Denne divergens vil få stor betydning for andre markeder, herunder valuta- og råvaremarkederne. Vi forventer derfor, at udsvingene på markederne vil vokse, og at markedsafkastet vil være moderat. På denne baggrund foretrækker vi europæiske virksomhedsobligationer. For det første vil ECB's politik lægge låg på stigninger i renteniveauet. For det andet er fremgangen i den europæiske økonomi gavnlig for indtjeningen i virksomhederne. For det tredje er gældsgraden blandt europæiske virksomheder ganske lav og stiger ikke. Vi foretrækker desuden obligationer fra de nye markeder udstedt i USD. Vi har dog tilrettelagt strategien, så investeringen i dette marked er lidt mindre følsomt over for et stigende amerikansk renteniveau.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast. Afkastet kan dog blive negativt, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Flexinvest Udenlandske Obligationer

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	433.819	441.628	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	2.869	12	Indestående i depotselskab	340.955	442.575
3 Udbytter	34.569	17.158	I alt likvide midler	340.955	442.575
I alt renter og udbytter	465.519	458.774	Obligationer:		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. obl. fra danske udstedere	80.185	56.462
Obligationer	129.924	649.585	Not. obl. fra udl. udstedere	5.288.161	7.639.597
Kapitalandele	+92.882	+69.380	Unoterede obligationer	9.764	23.355
Afledte finansielle instr.	+599.640	+729.037	I alt obligationer	5.378.109	7.719.414
Valutakonti	+30.815	62.995	Kapitalandele:		
Øvrige aktiver/passiver	+38	8	Inv-beviser i andre danske		
5 Handelsomkostninger	+1.180	+911	inv- og specialforeninger	2.000.567	2.471.776
I alt kursgevinster og -tab	+594.630	+86.740	I alt kapitalandele	2.000.567	2.471.776
I alt indtægter	+129.110	372.034	Afl. finansielle instr.:		
6 Administrationsomkostninger	127.014	121.358	Unot. afl. finansielle instr.	1.648	12.384
Resultat før skat	+256.124	250.676	I alt afledte finansielle instr.	1.648	12.384
Skat	0	0	Andre aktiver:		
Årets nettoresultat	+256.124	250.676	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	98.186	138.017
Overskudsdisponering			Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	3.843
Foreslået udlodning	116.780	0	I alt andre aktiver	98.186	141.861
Overført til udlodning næste år	4.750	0	Aktiver i alt	7.819.465	10.788.010
7 Disponeret i alt vedr. udlodning	121.530	0	Passiver		
Overført til formuen	+377.654	250.676	8 Medlemmernes formue	7.782.886	10.664.007
I alt disponeret	+256.124	250.676	Afledte finansielle instrumenter:		
			Unot. afl. finansielle instr.	27.703	119.097
			I alt afledte finansielle instr.	27.703	119.097
			Anden gæld:		
			Skyldige omkostninger	363	4.906
			Mellemvær. vedr. handelsafv.	8.513	0
			I alt anden gæld	8.876	4.906
			Passiver i alt	7.819.465	10.788.010

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	1,35	16,49	1,31	3,24	+3,14
Indre værdi (DKK pr. andel)	99,97	108,50	99,97	103,21	99,97
Nettoresultat (t.DKK)	74.854	930.610	103.772	250.676	+256.124
Udbytte (DKK pr. andel)	7,25	10,00	0,00	0,00	1,50
Administrationsomkostninger (pct.)	1,21	1,22	1,21	1,22	1,22
ÅOP	1,43	1,37	1,33	1,36	1,36
Omsætningshastighed (antal gange)	0,76	0,43	0,39	0,82	0,87
Medlemmernes formue (t.DKK)	5.742.691	6.680.172	8.046.194	10.664.007	7.782.886
Antal andele	57.445.564	61.568.893	80.486.781	103.324.720	77.853.129
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Flexinvest Udenlandske Obligationer

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Indestående i depotselskab	16	18
Noterede obligationer fra danske udstedere	2.418	2.826
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	428.877	436.753
Noterede konvertible obl. fra udl. udst.	558	0
Unoterede obligationer	1.589	1.309
Andre renteindtægter	360	721
I alt renteindtægter	433.819	441.628

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	2.869	12
I alt renteudgifter	2.869	12

NOTE 3: UDDBYTTETTER I 1.000 DKK	2015	2014
Inv.-beviser i andre danske inv- og specialforeninger	34.569	17.158
I alt udbytter	34.569	17.158

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	+2.771	855
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	136.469	643.565
Noterede konvertible obl. fra udenlandske udstedere	436	0
Unoterede obligationer	+4.210	5.164
Inv.-beviser i danske inv- og specialforeninger	+92.882	+69.380
Terminforretninger/futures m.m.	+605.999	+753.436
Renteforretninger	6.359	24.399
Valutakonti	+30.815	62.995
Øvrige aktiver/passiver	+38	8
Handelsomkostninger	+1.180	+911
I alt kursgevinster og -tab	+594.630	+86.740

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	+1.613	+1.054
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	433	143
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+1.180	+911

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015		2014	
	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	4	0	762	205
Managementonorar	113.476	0	108.395	0
Fast administrationsonorar	13.534	0	11.996	0
I alt opdeltede adm.omk.	127.014	0	121.153	205
I alt adm.omkostninger		127.014		121.358

I administrationsomkostningerne indgår t.DKK 28,62 fra »Kursregulering af investeringsbeviser«.

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationsonorar og et managementonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationsonoraret udgør et "fast administrationsonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationsonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 7: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK 2015 2014

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING	2015	2014
Renter og udbytter	465.519	458.774
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	2.869	0
Kursgevinst til udlodning	+156.737	+382.086
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	+114.050	30.609
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	197.600	107.297
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	127.014	121.358
Overført fra Kursregulering af investeringsbeviser	28.620	16.999
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	22.323	+9.619
I alt til rådighed for udlodning, brutto	121.530	+6.682
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	0	+6.682
I alt til rådighed for udlodning, netto	121.530	0

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE 2015 2014

	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	103.324.720	10.664.007	80.486.781	8.046.194
Emissioner i året	30.860.743	3.250.201	25.812.077	2.664.079
Indløsninger i året	+56.332.334	+5.895.062	+2.974.138	+308.981
Netto emissionsstillæg og indløsningsfradrag		19.865		12.039
Foreslået udlodning		116.780		0
Overførsel af periodens resultat		+377.654		250.676
Overført til udlodning næste år		4.750		0
I alt medlemmernes formue	77.853.129	7.782.886	103.324.720	10.664.007

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN 2015 2014

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	88,2	88,6
§ 144a - Nyemitterede	6,4	6,7
Øvrige finansielle instrumenter	+0,2	+0,8
I alt finansielle instrumenter	94,5	94,6
Øvrige akiver og passiver	5,5	5,4
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
3,875 DANSKE BANK EMTN 28/2-2012/2017	0	5.211
2,75 DANSKE BANK FRN 19/5-2014/2026	3.737	3.844
4,10 DANSKE BANK 16/3-2005/2018	0	9.733
DANSKE BANK FRN PERP/CALL	3.030	0
5,75 DANSKE BANK CALL/PERP	3.804	0
0,75 DANSKE BANK A/S 4/5-2015/2020	1.500	0
4,375 DANICA PENSION FRN PERP/CALL	6.623	0
I alt	18.694	18.788

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

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

Afdelingen udbydes i tre andelsklasser:

- FX, klass SEK W
- FX, osuuslaji EUR Wa
- FX – Akkumulerende, klasse EUR 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.

FX – Accumulating KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	7.938	8.735	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	4	0	Indestående i depotselskab	14.627	7.145
I alt renter og udbytter	7.934	8.735	I alt likvide midler	14.627	7.145
3 Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
Obligationer	÷9.059	÷9.543	Not. obl. fra udl. udstedere	482.719	424.987
Afledte finansielle instr.	÷11.789	15.842	I alt obligationer	482.719	424.987
Valutakonti	÷6.217	÷6.592	Afl. finansielle instr.:		
Øvrige aktiver/passiver	103	0	Unot. afl. finansielle instr.	9.536	10.411
4 Handelsomkostninger	÷15	÷8	I alt afledte finansielle instr.	9.536	10.411
I alt kursgevinster og -tab	÷26.977	÷300	Andre aktiver:		
I alt indtægter	÷19.043	8.436	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	5.500	5.816
5 Administrationsomkostninger	3.416	2.779	Mellemvær. vedr. handelsafv.	202	289
Resultat før skat	÷22.459	5.657	I alt andre aktiver	5.702	6.105
Skat	0	0	Aktiver i alt	512.584	448.647
Årets nettoresultat	÷22.459	5.657	Passiver		
Overskudsdisponering			6 Medlemmernes formue	454.007	444.785
Overført til formuen	÷22.459	5.657	Afledte finansielle instrumenter:		
I alt disponeret	÷22.459	5.657	Unot. afl. finansielle instr.	1.691	3.711
			I alt afledte finansielle instr.	1.691	3.711
			Anden gæld:		
			Skyldige omkostninger	26	151
			Mellemvær. vedr. handelsafv.	56.860	0
			I alt anden gæld	56.886	151
			Passiver i alt	512.584	448.647

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Nettoresultat (t.DKK)*	1.423	17.622	÷52.807	5.657	÷22.459
Omsætningshastighed (antal gange)*	0,31	0,82	0,51	0,50	0,99
Medlemmernes formue (t.DKK)	338.632	588.738	437.461	444.785	454.007

* 2011 dækker en periode på mindre end 12 måneder

FX – 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

	2015	2014
Indestående i depotselskab	15	8
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	7.923	8.727
I alt renteindtægter	7.938	8.735

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Andre renteudgifter	4	0
I alt renteudgifter	4	0

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	÷9.059	÷9.543
Terminforretninger/futures m.m.	÷11.789	15.842
Valutakonti	÷6.217	÷6.592
Øvrige aktiver/passiver	103	0
Handelsomkostninger	÷15	÷8
I alt kursgevinster og -tab	÷26.977	÷300

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷15	÷8
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷15	÷8

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015		2014	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	17	15
Managementhonorar	2.628	0	2.164	0
Fast administrationshonorar	788	0	582	0
I alt opdelte adm.omk.	3.416	0	2.763	15
I alt adm.omkostninger		3.416		2.779

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 6: MEDLEMMERNES FORMUE

	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo		444.785	595.763	437.461
Emissioner i året		217.102	154.629	116.372
Indløsninger i året		÷185.421	÷154.215	÷114.705
Overførsel af periodens resultat		÷22.459		5.657
I alt medlemmernes formue		454.007	596.177	444.785

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle instrumenter i pct.

	2015	2014
Børsnoterede finansielle instrumenter	106,3	95,5
Øvrige finansielle instrumenter	1,7	1,5
I alt finansielle instrumenter	108,1	97,1
Øvrige aktiver og passiver	÷8,1	2,9
I alt	100,0	100,0

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

FX, klass SEK W

Andelsklasse under FX – Accumulating KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« 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 obligationer udstedt i DKK eller EUR. Endvidere investerer andelsklassen i valutaterminskontrakter inden for universet af G10-valutaerne (EUR, USD, GBP, CHF, JPY, SEK, NOK, AUD, NZD og CAD). Andelsklassens eksponeringer i G10-valutaerne, som ikke er andelsklassens basisvaluta, kan påvirke andelsklassens værdi i positiv eller negativ retning. Andelsklassen har mulighed for at påtage sig en valutaeksponering på op til 250 pct. af andelsklassens formue. Det vil forstærke gevinst eller tab på andelsklassens investeringer. Andelsklassen anvender Value at Risk (VaR) med henblik på at opgøre 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 risikoindikatoren er andelsklassen 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 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 2015 været: 4,65 pct., 6,27 pct. og 7,55 pct.

Den samlede valutaeksponering tilstræbes at være 200 pct. af formuen ved kontrakternes 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 2015 været 244 pct.

Afkast og Benchmark

Afkastet fra andelsklassens introduktion den 5. februar 2015 blev et negativt afkast på 4,95 pct. i SEK. Andelsklassen har intet benchmark, men derimod en målsætning om at skabe et årligt afkast på 3 pct. til 4 pct. over den risikofrie rente. Afkastet var ikke tilfredsstillende og har ikke indfriet vores forventninger om et positivt afkast i 2015.

Markedet

Valutamarkedet var i 2015 præget af høj volatilitet og deraf følgende store udsving i valutakrydsene. Usikkerheden skyldtes blandt andet geopolitisk uro vedrørende Ukraine samt prisfaldet på råvarer, herunder særligt faldet i olieprisen, som skabte store bekymringer på de finansielle markeder. Endelig udvidede Den Europæiske Centralbank deres opkøbsprogram af obligationer, mens den amerikanske centralbank satte renten op for første gang siden medio 2006, hvilket også bidrog til uroen på valutamarkedene.

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Februar 2015

Risikoindikator (1-7): 6

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060592285

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år	68,6%
1-3 år	15,7%
Øvrige inkl. likvide	15,7%

FX, klass SEK W

Andelsklasse under FX – Accumulating KL

Vurdering af andelsklassens resultat

Valutastrategierne har fra andelsklassens introduktion den 5. februar 2015 resulteret i et negativt afkast. Andelsklassen har siden start været overvægtet i valutaerne NZD, AUD, NOK og CAD og undervægtet i valutaerne EUR, SEK, USD og GBP. Årsagen til det negative afkast stammer fra overvægten i NZD mod undervægten i SEK samt fra overvægten i AUD mod undervægten i EUR.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Ved starten af 2016 var andelsklassens største valutaundervægt i SEK. Udviklingen i svensk økonomi, herunder udviklingen i inflationen, vil derfor have afgørende betydning for afkastet. Ligeledes er andelsklassen undervægtet EUR. Den økonomiske udvikling i euroland vil således også fortsat have afgørende betydning for afkastet. Endelig er andelsklassens to største valutaovervægte AUD og NZD, som begge er afhængige af udviklingen i råvarepriser, da disse to lande er eksportører af råvarer.

Forventninger til markedet samt strategi

Dominerende temaer vil i 2016 være den lave inflation i mange økonomier samt prisudviklingen for olie og andre råvarer. Derudover vil den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa samt udviklingen i den kinesiske økonomi også have markedets fokus. Vi forventer derfor fortsat store udsving i valutakurserne, hvilket formentlig vil give anledning til betydelige udsving i afkastet.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast, selvom betydelige udsving i afkastet må dog forventes blandt andet afhængigt af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

FX, klass SEK W

Andelsklasse under FX – Accumulating KL

Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	-	-	2015
Afkast i SEK (pct.)*	-	-	-	-	÷4,95
Indre værdi (SEK pr. andel)	-	-	-	-	95,05
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	-	÷1.120
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	0,65
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	-	88.988
Antal andele	-	-	-	-	1.148.922
Stykstørrelse i SEK	-	-	-	-	100

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	5.2.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷1.246
Klassenspecifikke transaktioner:	
Terminforretninger	465
Administrationsomkostninger	340
Klassens resultat	÷1.120
Finansielle instrumenter i pct	2015
Øvrige finansielle instrumenter	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0
Medlemmernes formue	2015
Formueværdi i 1.000 DKK	
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i året	91.198
Indløsninger i året	÷1.090
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	0
Overførsel af periodens resultat	÷1.120
Medlemmernes formue ultimo	88.988
Antal andele	
Andele primo året	0
Emissioner i året	1.163.403
Indløsninger i året	÷14.481
Andele ultimo året	1.148.922

FX, osuuslaji EUR W

Andelsklasse under FX – Accumulating KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« 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 obligationer udstedt i DKK eller EUR. Endvidere investerer andelsklassen i valutaterminskontrakter inden for universet af G10-valutaerne (EUR, USD, GBP, CHF, JPY, SEK, NOK, AUD, NZD og CAD). Andelsklassens eksponeringer i G10-valutaerne, som ikke er andelsklassens basisvaluta, kan påvirke andelsklassens værdi i positiv eller negativ retning. Andelsklassen har mulighed for at påtage sig en valutaeksponering på op til 250 pct. af andelsklassens formue. Det vil forstærke gevinst eller tab på andelsklassens investeringer. Andelsklassen anvender Value at Risk (VaR) med henblik på at opgøre 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 risikoindikatoren er andelsklassen 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 beregnet på følgende grundlag:

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

Den daglige laveste, gennemsnitlige og højeste udnyttelse har i 2015 været: 4,65 pct., 6,27 pct. og 7,55 pct.

Den samlede valutaeksponering tilstræbes at være 200 pct. af formuen ved kontrakternes 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 2015 været 244 pct.

Afkast og benchmark

Siden andelsklassen blev introduceret den 5. februar 2015, gav den et negativt afkast på 3,88 pct. i EUR. Andelsklassen har intet benchmark, men derimod en målsætning om at skabe et årligt afkast på 3 pct. til 4 pct. over den risikofrie rente. Afkastet var ikke tilfredsstillende og har ikke indfriet vores forventninger om et positivt afkast i 2015.

Markedet

Valutamarkedet var i 2015 præget af høj volatilitet og deraf følgende store udsving i valutakrydsene. Usikkerheden skyldtes blandt andet geopolitisk uro vedrørende Ukraine samt prisdalene på råvarer, herunder særligt faldet i olieprisen, som skabte store bekymringer på de finansielle markeder. Endelig udvidede Den Europæiske Centralbank deres opkøbsprogram af obligationer, mens den amerikanske centralbank satte renten op for første gang siden medio 2006, hvilket også bidrog til uroen på valutamarkedene.

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Februar 2015

Risikoindikator (1-7): 6

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060592012

Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år 69,2%

1-3 år 15,9%

Øvrige inkl. likvide 14,9%

FX, osuuslaji EUR W

Andelsklasse under FX – Accumulating KL

Vurdering af andelsklassens resultat

Valutastrategierne har fra andelsklassens indtroduktion den 5. februar 2015 resulteret i et negativt afkast. Andelsklassen har siden start været overvægtet i valutaerne NZD, AUD, NOK og CAD og undervægtet i valutaerne EUR, SEK, USD og GBP. Årsagen til det negative afkast stammer fra overvægten i NZD mod undervægten i SEK samt fra overvægten i AUD mod undervægten i EUR.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Ved starten af 2016 var andelsklassens største valutaundervægt i SEK. Udviklingen i svensk økonomi, herunder udviklingen i inflationen, vil derfor have afgørende betydning for afkastet. Ligeledes er andelsklassen undervægtet EUR. Den økonomiske udvikling i euroland vil således også fortsat have afgørende betydning for afkastet. Endelig er andelsklassens to største valutaovervægte AUD og NZD, som begge er afhængige af udviklingen i råvarepriser, da disse to lande er eksportører af råvarer.

Forventninger til markedet samt strategi

Dominerende temaer vil i 2016 være den lave inflation i mange økonomier samt prisudviklingen for olie og andre råvarer. Derudover vil den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa samt udviklingen i den kinesiske økonomi også have markedets fokus. Vi forventer derfor fortsat store udsving i valutakurserne, hvilket formentlig vil give anledning til betydelige udsving i afkastet.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast, selvom betydelige udsving i afkastet må dog forventes blandt andet afhængigt af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

FX, osuuslaji EUR W

Andelsklasse under FX – Accumulating KL

Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	-	-	2015
Afkast i EUR (pct.)*	-	-	-	-	±3,88
Indre værdi (EUR pr. andel)	-	-	-	-	9,61
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	-	÷1.363
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	0,65
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	-	35.867
Antal andele	-	-	-	-	500.000
Stykstørrelse i EUR	-	-	-	-	10

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	5.2.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷1.149
Klassespecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	215
Klassens resultat	÷1.363
Finansielle instrumenter i pct	2015
Øvrige finansielle instrumenter	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0
Medlemmernes formue	2015
Formueværdi i 1.000 DKK	
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i året	37.230
Indløsninger i året	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	0
Overførsel af periodens resultat	÷1.363
Medlemmernes formue ultimo	35.867
Antal andele	
Andele primo året	0
Emissioner i året	500.000
Indløsninger i året	0
Andele ultimo året	500.000

FX – Akkumulerende, klasse EUR W

Andelsklasse under FX – Accumulating KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« 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 obligationer udstedt i DKK eller EUR. Endvidere investerer andelsklassen i valutaterminskontrakter inden for universet af G10-valutaerne (EUR, USD, GBP, CHF, JPY, SEK, NOK, AUD, NZD og CAD). Andelsklassens eksponeringer i G10-valutaerne, som ikke er andelsklassens basisvaluta, kan påvirke andelsklassens værdi i positiv eller negativ retning. Andelsklassen har mulighed for at påtage sig en valutaeksponering på op til 250 pct. af andelsklassens formue. Det vil forstærke gevinst eller tab på andelsklassens investeringer. Andelsklassen anvender Value at Risk (VaR) med henblik på at opgøre 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 risikoindikatoren er andelsklassen 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 beregnet på følgende grundlag:

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

Den daglige laveste, gennemsnitlige og højeste udnyttelse har i 2015 været: 4,65 pct., 6,27 pct. og 7,55 pct.

Den samlede valutaeksponering tilstræbes at være 200 pct. af formuen ved kontrakternes 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 2015 været 244 pct.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2015 et negativt afkast på 4,37 pct. i EUR. Andelsklassen har intet benchmark, men derimod en målsætning om at skabe et årligt afkast på 3 pct. til 4 pct. over den risikofrie rente. Afkastet var ikke tilfredsstillende og har ikke indfriet vores forventninger om et positivt afkast i 2015.

Markedet

Valutamarkedet var i 2015 præget af høj volatilitet og deraf følgende store udsving i valutakrydsene. Usikkerheden skyldtes blandt andet geopolitisk uro vedrørende Ukraine samt prisfaldet på råvarer, herunder særligt faldet i olieprisen, som skabte store bekymringer på de finansielle markeder. Endelig udvidede Den Europæiske Centralbank deres opkøbsprogram af obligationer, mens den amerikanske centralbank satte renten op for første gang siden medio 2006, hvilket også bidrog til uroen på valutamarkedene.

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Juni 2011

Risikoindikator (1-7): 6

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060312932

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år 69,2%

1-3 år 15,9%

Øvrige inkl. likvide 14,9%

Nøgletal

Sharpe Ratio -0,49

Standardafvigelse 7,49

FX – Akkumulerende, klasse EUR W

Andelsklasse under FX – Accumulating KL

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens valutastrategier har i 2015 resulteret i et negativt afkast. Andelsklassen har siden starten af 2015 været overvægtet i valutaerne NZD, AUD, NOK og CAD og undervægtet i valutaerne EUR, SEK, USD og GBP. Årsagen til det negative afkast stammer fra overvægten i NZD mod undervægten i SEK samt fra overvægten i AUD mod undervægten i EUR.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Ved starten af 2016 var andelsklassens største valutaundervægt i SEK. Udviklingen i svensk økonomi, herunder udviklingen i inflationen, vil derfor have afgørende betydning for afkastet. Ligeledes er andelsklassen undervægtet EUR. Den økonomiske udvikling i euroland vil således også fortsat have afgørende betydning for afkastet. Endelig er andelsklassens to største valutaovervægte AUD og NZD, som begge er afhængige af udviklingen i råvarepriser, da disse to lande er eksportører af råvarer.

Forventninger til markedet samt strategi

Dominerende temaer vil i 2016 være den lave inflation i mange økonomier samt prisudviklingen for olie og andre råvarer. Derudover vil den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa samt udviklingen i den kinesiske økonomi også have markedets fokus. Vi forventer derfor fortsat store udsving i valutakurserne, hvilket formentlig vil give anledning til betydelige udsving i afkastet.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast, selvom betydelige udsving i afkastet må dog forventes blandt andet afhængigt af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

FX – Akkumulerende, klasse EUR W

Andelsklasse under FX – Accumulating KL

Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast i EUR (pct.)*	2,04	4,48	÷7,68	1,79	÷4,37
Indre værdi (EUR pr. andel)	102,04	106,62	98,43	100,19	95,81
Nettoresultat (t.DKK)*	1.423	17.622	÷52.807	5.657	÷19.976
Administrationsomkostninger (pct.)	0,63	0,61	0,62	0,62	0,65
Medlemmernes formue (t.DKK)	338.632	588.738	437.461	444.785	329.152
Antal andele	446.490	740.119	595.763	596.177	460.336
Stykstørrelse i EUR	100	100	100	100	100

* 2011 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷17.114	8.425
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	2.862	2.768
Klassens resultat	÷19.976	5.657
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	444.785	437.461
Emissioner i året	88.674	116.372
Indløsninger i året	÷184.331	÷114.705
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	0	0
Overførsel af periodens resultat	÷19.976	5.657
Medlemmernes formue ultimo	329.152	444.785
Antal andele		
Andele primo året	596.177	595.763
Emissioner i året	121.348	154.629
Indløsninger i året	÷257.189	÷154.215
Andele ultimo året	460.336	596.177

GEM – Akkumulerende KL

Investerer i udenlandske aktier i selskaber, der arbejder i de nyindustrialiserede lande. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarsici. 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		
	1.1.-31.12.2015	28.10.-31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	277	51
2 Renteudgifter	79	1
3 Udbytter	32.486	2.729
I alt renter og udbytter	32.683	2.779
4 Kursgevinster og -tab:		
Kapitalandele	÷88.015	3.017
Valutakonti	13.682	11.490
Øvrige aktiver/passiver	16	12
5 Handelsomkostninger	÷6.573	÷318
I alt kursgevinster og -tab	÷80.890	14.201
I alt indtægter	÷48.207	16.980
6 Administrationsomkostninger	24.898	3.152
Resultat før skat	÷73.106	13.828
7 Skat	3.416	115
Årets nettoresultat	÷76.521	13.713
Overskudsdisponering		
Overført til formuen	÷76.521	13.713
I alt disponeret	÷76.521	13.713

Balance		
	31.12.2015	31.12.2014
	1.000 DKK	1.000 DKK
Aktiver		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	27.397	37.814
I alt likvide midler	27.397	37.814
Kapitalandele:		
Not. aktier fra udl. selskaber	1.802.747	1.227.395
Inv-beviser i andre udl. inv- og specialforeninger	0	106.141
I alt kapitalandele	1.802.747	1.333.537
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	2.024	2.244
Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	1.182
I alt andre aktiver	2.024	3.427
Aktiver i alt	1.832.169	1.374.777
Passiver		
8 Medlemmernes formue	1.826.827	1.373.226
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	134	1.171
Mellemvær. vedr. handelsafv.	5.208	380
I alt anden gæld	5.341	1.551
Passiver i alt	1.832.169	1.374.777

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	-	2014	2015
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	13.713	÷76.521
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	0,13	1,12
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	1.373.226	1.826.827

* 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

	2015	2014
Indestående i depotselskab	277	51
I alt renteindtægter	277	51

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Andre renteudgifter	79	1
I alt renteudgifter	79	1

NOTE 3: UDBYTTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	32.486	2.729
I alt udbytter	32.486	2.729

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	+107.359	1.505
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	0	439
Inv-beviser i udenlandske inv- og specialforeninger	19.344	1.074
Valutakonti	13.682	11.490
Øvrige aktiver/passiver	16	12
Handelsomkostninger	+6.573	+318
I alt kursgevinster og -tab	+80.890	14.201

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	+9.896	+2.116
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	3.324	1.797
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+6.573	+318

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015		2014	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	13	0	21	0
Managementhonorar	22.704	0	2.846	0
Fast administrationshonorar	2.182	0	285	0
I alt opdelte adm.omk.	24.898	0	3.152	0
I alt adm.omkostninger		24.898		3.152

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK

	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	3.416	115
I alt skat	3.416	115

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE

	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo		1.373.226		0
Emissioner i året		1.152.096		1.355.277
Indløsninger i året		+625.877		0
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		3.904		4.235
Overførsel af periodens resultat		+76.521		13.713
I alt medlemmernes formue		1.826.827		1.373.226

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle instrumenter i pct.

	2015	2014
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,7	97,1
I alt finansielle instrumenter	98,7	97,1
Øvrige aktiver og passiver	1,3	2,9
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, 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 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« 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 markedsplasser 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, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving, og nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre valuta ud af landet, ellers kan de gøre det med kort varsel. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er 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 risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 6 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2015 et negativt afkast på 5,88 pct. målt i EUR, mens benchmark faldt 5,23 pct. målt i EUR. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og det opnåede afkast har ikke indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast, hvilket blandt andet skyldtes store udfordringer i de nye markeder.

Markedet

Efter stigninger i første halvår 2015 sluttede aktierne på de nye markeder året med negativt afkast for hele året, hvilket især kunne henføres til store kurstab i tredje kvartal, som gav et af de værste afkast i et enkelt kvartal i 15 år. De fallende aktiekurser på de nye markeder skyldtes forskellige negative faktorer, herunder den økonomiske opbremsning i Kina, forestående renteforhøjelser i USA, krisen i råvaresektoren samt den forværrede politiske krise i Brasilien. Svækkede valutaer i de nye markeder tyngede også afkastet markant, da investorerne søgte væk fra obligationer og aktier fra de nye markeder.

Vurdering af afdelingens resultat

Andelsklassens afkast var 0,65 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. I Kina var det især bidrag fra inter-netspilselskabet Netease, ejendomsudviklingselskabet China Overseas Land & Investments og forsikringselskabet Ping An, som alle rapporterede gode resultater. I Taiwan bidrog vores positioner i finanskoncernen Fubon Financial Holdings og it-selskabet Taiwan Semiconductor positivt til afkastet. Andelsklassens store overvægt mod Indien bidrog også positivt til det relative afkast. I Europa, Mellemøsten og Afrika opnåede andelsklassen det samme afkast som benchmark, idet positive bidrag fra papirvalget i Sydafrika – især fra medieselskabet Naspers – delvis blev opvejet af undervægten af Rusland og overvægten af såvel Tyrkiet som Sydafrika.

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Oktober 2014
Risikoindikator (1-7): 6
Benchmark: MSCI Emerging Markets inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0060576320
Porteføljeraðgiver: William Blair Investment Management, LLC

Landefordeling

Kina	21,1%
Indien	16,1%
Syd Korea	11,3%
Taiwan	8,9%
Brasilien	6,4%
Øvrige inkl. likvide	36,2%

Nøgletal

Sharpe Ratio	-0,36
Standardafvigelse	18,42
Tracking error	5,67
Information Ratio	-0,03
Sharpe Ratio (benchm.)	-0,35
Standardafvigelse (benchm.)	18,35
Active share	74,50

Måleperiode: Okt. 2014 til dec. 2015

GEM, osuuslaji EUR W

Andelsklasse under GEM – Akkumulerende KL

I Latinamerika trak overvægten i Brasilien ned i andelsklassens resultat, da de brasilianske aktier tog et kraftigt dyk som følge af en makroøkonomisk opbremsning, politisk uro og en svækkelsen af den brasilianske real. Det velansete brasilianske forsikringselskab BB Seguridade Participacoes trak mest ned i andelsklassens relative resultat til trods for, at selskabet fortsat øgede sin markedsandel og rapporterede om kraftigt indtjeningsfremgang.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

De største risici i forhold til markedsudviklingen på de nye markeder i det kommende år er, hvor hurtigt den amerikanske centralbank vil gå frem med sine renteforhøjelser og udviklingen i kinesisk økonomi. Hvis renten i USA forhøjes hurtigere, end markedet forventer, kan det skabe pres på obligationer, valutaer og aktier fra de nye markeder. Hvis den kinesiske økonomi ikke reagerer positivt på de gennemførte lempelser, hvis markedet yderligere mister tiltroen til de kinesiske politikeres evne til at stimulere den økonomiske vækst, eller hvis den kinesiske yuan svækkes yderligere, vil det også kunne få negativ indvirkning på de nye markeder.

På sektorniveau har andelsklassen en væsentlig undervægt inden for energi og materialer, hvilket kan få negativ indvirkning på resultatet, hvis kurserne på råvareaktier skyder kraftigt i vejret. Det er dog ikke vores hovedscenarie. På landeniveau er andelsklassens største overvægt Indien. Den fortsatte bedring af Indiens makroøkonomi og deraf følgende stigninger i selskabernes indtjening bliver afgørende for at kunne fastholde et positivt afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

De nye markeder klarede sig igen i 2015 dårligere end de udviklede markeder, men vi vurderer, at de nye økonomier står over for økonomisk vækst i 2016. I de sidste uger af 2015 forhøjede den amerikanske centralbank renten for første gang i næsten ti år og bekræftede dermed fremgangen i amerikansk

økonomi. Generelt ventes den cykliske vending i de udviklede økonomier samt den ventede svækkelse af den amerikanske dollar, som det er sket i tidligere perioder, hvor den amerikanske pengepolitik er blevet strammet, tilsammen at understøtte udviklingen på de udviklede markeder.

Opbremsningen i kinesisk økonomi i kølvandet på landets økonomiske omstilling har været voldsommere end ventet. Privatforbruget og tjenesteydelser, som udgør mere end 50 pct. af Kinas BNP, viser dog fortsat fremgang, og der er således set pæn tocifret vækst i detailsalget. Vi forventer flere lempelser i Kina i de kommende kvartaler inden for forbrugerorienterede sektorer svarende til de tiltag, der er gjort inden for boliger og i bilindustrien. Efter at regeringen nedprioriterede omstruktureringen og reformen af de stats-ejede virksomheder (SOE) med henblik på at stabilisere beskæftigelsen i 2015, forventer vi nu, at politikerne i 2016 vil gå videre med SOE-reformen sideløbende med de skattemæssige og økonomiske reformer, og det ventes at løfte den økonomiske vækst og investorernes tillid til Kina.

Vi vil fastholde vores disciplinerede investeringstilgang og fokusere på udvalgte selskaber med en stærk ledelse, der står stærkt i konkurrencen, og som har bevist, at de kan levere stærke driftsresultater. Vi foretrækker selskaber, som nyder godt af de svækkede EM-valutaer, eller førende selskaber inden for områder, som står til at få gavn af vedvarende økonomiske vækst.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

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	2015
Afkast i EUR (pct.)*	-	-	-	2,15	÷5,88
Benchmarkafkast i EUR (pct.)*	-	-	-	1,79	÷5,23
Indre værdi (EUR pr. andel)	-	-	-	10,22	9,61
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	÷76	÷41.385
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	1,54	1,54
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	52.318	391.363
Antal andele	-	-	-	687.805	5.454.423
Stykstørrelse i EUR	-	-	-	10	10

* 2014 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	28.10.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷37.096	37
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	4.290	113
Klassens resultat	÷41.385	÷76
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	52.318	0
Emissioner i året	428.432	52.294
Indløsninger i året	÷49.264	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	1.263	100
Overførsel af periodens resultat	÷41.385	÷76
Medlemmernes formue ultimo	391.363	52.318
Antal andele		
Andele primo året	687.805	0
Emissioner i året	5.475.879	687.805
Indløsninger i året	÷709.261	0
Andele ultimo året	5.454.423	687.805

GEM – Akkumulerende, klasse DKK W

Andelsklasse under GEM – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« 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, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving, og nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre valuta ud af landet, ellers kan de gøre det med kort varsel. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er 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, risiko-forhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindikatoren er andelsklassen placeret i kategori 6 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2015 et negativt afkast på 5,67 pct., mens benchmark faldt 5,02 pct. Andelsklassens afkast

var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men det opnåede afkast har ikke indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast, hvilket blandt andet skyldtes store udfordringer i de nye markeder.

Markedet

Efter stigninger i første halvår 2015 sluttede aktierne på de nye markeder året med negativt afkast for hele året, hvilket især kunne henføres til store kurstab i tredje kvartal, som gav et af de værste afkast i et enkelt kvartal i 15 år. De faldende aktiekurser på de nye markeder skyldtes forskellige negative faktorer, herunder den økonomiske opbremsning i Kina, forestående renteforhøjelser i USA, krisen i råvaresektoren samt den forværrede politiske krise i Brasilien. Svækkede valutaer i de nye markeder tyngede også afkastet markant, da investorerne søgte væk fra obligationer og aktier fra de nye markeder.

Vurdering af afdelingens resultat

Andelsklassens afkast var 0,65 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. I Kina var det især bidrag fra internet-spilselskabet Netease, ejendomsudviklingsselskabet China Overseas Land & Investments og forsikringsselskabet Ping An, som alle rapporterede gode resultater. I Taiwan bidrog vores positioner i finanskoncernen Fubon Financial Holdings og it-selskabet Taiwan Semiconductor positivt til afkastet. Andelsklassens store overvægt mod Indien bidrog også positivt til det relative afkast. I Europa, Mellemøsten og Afrika opnåede andelsklassen det samme afkast som benchmark, idet positive bidrag fra papirvalget i Sydafrika – især fra medieselskabet Naspers – delvis blev opvejet af undervægten af Rusland og overvægten af såvel Tyrkiet som Sydafrika.

I Latinamerika trak overvægten i Brasilien ned i andelsklassens resultat, da de brasilianske aktier tog et kraftigt dyk som følge af en makroøkonomisk opbremsning, politisk uro og en svækkelsen af den brasilianske real. Det velansete brasilianske forsikringsselskab BB Seguridade Participacoes trak mest ned i andelsklassens relative resultat til trods for, at selskabet fortsat øgede sin markedsandel og rapporterede om kraftig indtjeningsfremgang.

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Oktober 2014
Risikoindikator (1-7): 6
Benchmark: MSCI Emerging Markets inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0060576403
Porteføljerådgiver: William Blair Investment Management, LLC

Landefordeling

Kina	21,1%
Indien	16,1%
Sydkorea	11,3%
Taiwan	8,9%
Brasilien	6,4%
Øvrige inkl. likvide	36,2%

Nøgletal

Sharpe Ratio	-0,34
Standardafvigelse	18,45
Tracking error	5,87
Information Ratio	-0,01
Sharpe Ratio (benchm.)	-0,34
Standardafvigelse (benchm.)	18,36
Active share	74,50

Måleperiode: Okt. 2014 til dec. 2015

GEM – Akkumulerende, klasse DKK W

Andelsklasse under GEM – Akkumulerende KL

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

De største risici i forhold til markedsudviklingen på de nye markeder i det kommende år er, hvor hurtigt den amerikanske centralbank vil gå frem med sine renteforhøjelser og udviklingen i kinesisk økonomi. Hvis renten i USA forhøjes hurtigere, end markedet forventer, kan det skabe pres på obligationer, valutaer og aktier fra de nye markeder. Hvis den kinesiske økonomi ikke reagerer positivt på de gennemførte lempelser, hvis markedet yderligere mister tiltroen til de kinesiske politikeres evne til at stimulere den økonomiske vækst, eller hvis den kinesiske yuan svækkes yderligere, vil det også kunne få negativ indvirkning på de nye markeder.

På sektorniveau har andelsklassen en væsentlig undervægt inden for energi og materialer, hvilket kan få negativ indvirkning på resultatet, hvis kurserne på råvareaktier skyder kraftigt i vejret. Det er dog ikke vores hovedscenarie. På landeniveau er andelsklassens største overvægt Indien. Den fortsatte bedring af Indiens makroøkonomi og deraf følgende stigninger i selskabernes indtjening bliver afgørende for at kunne fastholde et positivt afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

De nye markeder klarede sig igen i 2015 dårligere end de udviklede markeder, men vi vurderer, at de nye økonomier står over for økonomisk vækst i 2016. I de sidste uger af 2015 forhøjede den amerikanske centralbank renten for første gang i næsten ti år og bekræftede dermed fremgangen i amerikansk økonomi. Generelt ventes den cykliske vending i de udviklede økonomier samt den ventede svækkelse af den amerikanske dollar, som det er sket i tidligere perioder, hvor den amerikanske pengepolitik er blevet strammet, tilsammen at understøtte udviklingen på de udviklede markeder.

Opbremsningsen i kinesisk økonomi i kølvandet på landets økonomiske omstilling har været voldsommere end ventet. Privatforbruget og tjenesteydelser, som udgør mere end 50 pct. af Kinas BNP, viser dog fortsat fremgang, og der er således set pæn tocifret vækst i detailsalget. Vi forventer flere lempelser i Kina i de kommende kvartaler inden for forbrugerorienterede sektorer svarende til de tiltag, der er

gjort inden for boliger og i bilindustrien. Efter at regeringen nedprioriterede omstruktureringen og reformen af de stats-ejede virksomheder (SOE) med henblik på at stabilisere beskæftigelsen i 2015, forventer vi nu, at politikerne i 2016 vil gå videre med SOE-reformen sideløbende med de skattemæssige og økonomiske reformer, og det ventes at løfte den økonomiske vækst og investorernes tillid til Kina.

Vi vil fastholde vores disciplinerede investeringstilgang og fokusere på udvalgte selskaber med en stærk ledelse, der står stærkt i konkurrencen, og som har bevist, at de kan levere stærke driftsresultater. Vi foretrækker selskaber, som nyder godt af de svækkede EM-valutaer, eller førende selskaber inden for områder, som står til at få gavn af vedvarende økonomiske vækst.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

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	2015
Afkast (pct.)*	-	-	-	2,32	÷5,67
Benchmarkafkast (pct.)*	-	-	-	1,82	÷5,02
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	102,32	96,52
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	13.789	÷35.136
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	1,54	1,61
ÅOP	-	-	-	1,99	2,23
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	1.320.908	1.435.464
Antal andele	-	-	-	12.909.053	14.871.929
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	100	100

* 2014 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	28.10.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷14.528	16.828
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	20.608	3.039
Klassens resultat	÷35.136	13.789
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	1.320.908	0
Emissioner i året	723.664	1.302.983
Indløsninger i året	÷576.613	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	2.642	4.135
Overførsel af periodens resultat	÷35.136	13.789
Medlemmernes formue ultimo	1.435.464	1.320.908
Antal andele		
Andele primo året	12.909.053	0
Emissioner i året	7.143.892	12.909.053
Indløsninger i året	÷5.181.016	0
Andele ultimo året	14.871.929	12.909.053

Global

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

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med års- rapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarke- derne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer globalt i aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko mod udviklingen i globale aktier og valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hoved- sageligt af risici, der er knyttet til eksponering mod udlandet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder/emerging markets, modpartsrisiko samt valuta.

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et afkast på 15,35 pct., mens bench- mark steg 9,00 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og det opnåede afkast har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af positive øko- nomiske nøgletal som stigende beskæftigelse, fortsat lave

renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betyde- lige udsving i løbet af året.

Markedet

I 2015 var der positive afkast fra både USA, Europa og Japan. Det positive afkast i USA kan hovedsageligt tilskri- ves en styrkelse af USD, da amerikanske aktier for første gang i adskillige år leverede en flad udvikling målt i USD, hvilket blandt andet var drevet af en høj prisfastsættelse, en styrket USD, en mindre positiv indtjeningsudvikling samt en pengepolitisk stramning fra den amerikanske centralbank i december 2015. Det europæiske aktiemarked var under- støttet af fortsatte pengepolitiske lempelser fra Den Europæ- iske Centralbank, en forbedret konkurrenceevne drevet af en svækket EUR over for USD og lempelige finansielle vilkår. Det japanske aktiemarked leverede igen et højt afkast, idet den japanske regering fortsat understøttede den økonomiske aktivitet i kombination med, at regeringen gennemførte rele- vante strukturreformer. Omvendt leverede de nye markeder et svagt afkast som følge af usikkerhed om udviklingen i den økonomiske vækst og faldende råvarepriser.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast i 2015 var 6,35 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Sektorfordelingen bidrog samlet set positivt til afdelingens merafkast i 2015. Afdelingens begrænsede investeringer inden for energisektoren og bety- delige investeringer inden for finans- og sundhedssektoren bidrog især positivt til merafkastet i 2015. Modsat bidrog især vores investeringer inden for informationsteknologi negativt til merafkastet i 2015.

Aktieudvælgelsen bidrog overordnet positivt til afdelingens merafkast i 2015. Det var især afdelingens investeringer i det amerikanske sundhedsforsikringselskab United Health- care Group, japanske Terumo samt danske Novo Nordisk, der bidrog positivt til afdelingens merafkast i 2015.

Afdelingens profil

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Maj 1999
Risikoindikator (1-7): 5
Benchmark: MSCI AC World inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0060244408
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Landefordeling

USA	58,1%
Danmark	9,9%
Japan	8,4%
Schweiz	7,1%
Storbritannien	6,5%
Øvrige inkl. likvide	10,0%

Nøgletal

Sharpe Ratio	1,30
Standardafvigelse	10,82
Tracking error	3,19
Information Ratio	0,08
Sharpe Ratio (benchm.)	1,24
Standardafvigelse (benchm.)	11,16
Active share	91,69

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Global

Modsat var afdelingens investeringer i afdeling Nye Markeder Small Cap og amerikanske Tyco, som sælger sikkerhedssystemer, negative bidragsydere til afdelingens merafkast i 2015.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Den økonomiske vækst i verdensøkonomien, herunder væksten i de udviklede markeder USA, Europa og Japan, er fortsat understøttet af en særdeles lempelig pengepolitik fra centralbankernes side. I Europa er den økonomiske udvikling positivt påvirket af de lave renteniveauer, en fortsat svækket EUR i forhold til USD samt lempelige finansielle vilkår. Modsat er situationen i amerikansk økonomi negativt påvirket af den stærke USD, indenlandskorienteret vækst, der udvikler sig positivt, samt den amerikanske centralbanks nyligt påbegyndte forhøjelse af de ledende renter. Usikkerheden i forhold til såvel timingen som omfanget af renteforhøjelserne i USA, en fortsat lempelig pengepolitik i Europa og Japan samt et fald i den økonomiske aktivitet vil kunne slå negativt igennem på det globale og europæiske aktiemarked.

Udviklingen på råvaremarkederne og i særdeleshed olieprisen kan få såvel positive som negative afledte effekter på aktiemarkederne. Generelt er faldende råvarepriser gunstigt for Europas økonomiske vækst og verdensøkonomien. Det vil dog samtidig få negative konsekvenser for olie- og råvaresektorerne, som presses på indtjeningen, og dermed skabe usikkerhed om den fremtidige indtjeningsudvikling. Et kraftigt fald i råvaremarkederne og olieprisen kan øge risikoaversionen.

De globale aktiemarkeder er steget pænt de senere år blandt andet som følge af høj indtjening i selskaberne. Hvis der opstår usikkerhed om holdbarheden af denne indtjening f.eks. som følge af den geopolitiske udvikling i Europa og Mellemøsten eller den økonomiske vækst i de nye markeder, vil usikkerheden øges.

Afdelingen har betydelige investeringer inden for sektorerne sundhed, konsumentvarer og finans. Udviklingen i disse sektorer vil derfor kunne påvirke afkastet.

Forventninger til markedet samt strategi

Den underliggende udvikling i verdensøkonomien er fortsat positiv, og særligt europæisk økonomi oplever en pæn vækst. Der forventes fortsat en pæn udvikling i den økonomiske vækst i USA, men væksten vil blive påvirket af fortsatte stramninger af pengepolitikken i 2016. Modsat er det økonomiske miljø i Europa understøttende for udviklingen på aktiemarkederne, som kombineret med en indtjeningsudvikling med fortsat positivt potentiale og en rimelig prisfastsættelse understøtter vores forventninger. Vi forventer derfor moderat positive afkast på globale aktier baseret på en positiv udvikling i verdensøkonomien med vækstmodvind i USA drevet af en styrket USD og rentestigninger. I Europa forventer vi vækstmodvind drevet af en svækket EUR over for USD samt fortsat lave råvarepriser, som er understøttende for privatforbruget samt en stabilisering af udviklingen i de nye markeder.

Vi fastholder som udgangspunkt afdelingens nuværende balance med betydelige investeringer i sektorerne sundhed, konsumentvarer og finans samt begrænsede investeringer i selskaber inden for energi, industri og forsyning.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Global

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	3	2	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	25	0	Indestående i depotselskab	9.501	11.684
3 Udbytter	6.298	6.765	I alt likvide midler	9.501	11.684
I alt renter og udbytter	6.276	6.767	Kapitalandele:		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. aktier fra DK selskaber	7.197	6.628
Kapitalandele	36.943	34.886	Not. aktier fra udl. selskaber	234.693	208.802
Valutakonti	1.217	436	Inv-beviser i andre danske		
Øvrige aktiver/passiver	23	11	inv- og specialforeninger	9.216	21.802
5 Handelsomkostninger	÷69	÷127	I alt kapitalandele	251.106	237.231
I alt kursgevinster og -tab	38.114	35.206	Andre aktiver:		
I alt indtægter	44.390	41.974	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	237	208
6 Administrationsomkostninger	3.977	3.304	Andre tilgodehavender	3	88
Resultat før skat	40.414	38.669	Aktuelle skatteaktiver	553	607
7 Skat	447	471	I alt andre aktiver	792	903
Årets nettoresultat	39.967	38.198	Aktiver i alt	261.400	249.818
Overskudsdisponering			Passiver		
Overført til udlodning næste år	÷58.309	÷107.787	9 Medlemmernes formue	261.380	249.658
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	÷58.309	÷107.787	Anden gæld:		
Overført til formuen	98.276	145.985	Skyldige omkostninger	19	160
I alt disponeret	39.967	38.198	I alt anden gæld	19	160
			Passiver i alt	261.400	249.818

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	÷5,33	17,93	12,32	17,90	15,35
Benchmarkafkast (pct.)	÷4,50	14,79	17,49	18,39	9,00
Indre værdi (DKK pr. andel)	77,73	90,61	99,42	117,22	135,22
Nettoresultat (t.DKK)	÷10.223	25.558	29.577	38.198	39.967
Udbytte (DKK pr. andel)	1,00	2,25	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,45	1,47	1,52	1,50	1,52
ÅOP	1,75	1,75	1,80	1,81	1,65
Omsætningshastighed (antal gange)	0,12	0,11	0,12	0,18	0,12
Medlemmernes formue (t.DKK)	105.060	276.609	209.969	249.658	261.380
Antal andele	1.351.530	3.052.845	2.111.890	2.129.756	1.933.039
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

Global

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

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

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 DKK	2015	2014
Indestående i depotselskab	3	2
I alt renteindtægter	3	2

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	25	0
I alt renteudgifter	25	0

NOTE 3: UDBYTTER I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	99	115
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	5.549	4.963
Inv-beviser i andre danske inv- og specialforeninger	650	1.687
I alt udbytter	6.298	6.765

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	3.049	1.816
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	34.686	31.343
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	+792	1.727
Valutakonti	1.217	436
Øvrige aktiver/passiver	23	11
Handelsomkostninger	+69	+127
I alt kursgevinster og -tab	38.114	35.206

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	+251	+226
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	181	99
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+69	+127

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015		2014	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	8	0	1	0
Øvrige omkostninger	2	0	27	6
Managementhonorar	3.599	0	2.986	0
Fast administrationshonorar	366	0	284	0
I alt opdelte adm.omk.	3.977	0	3.298	6
I alt adm.omkostninger		3.977		3.304

I administrationsomkostningerne indgår t.DKK 258 fra »Kursregulering af investeringsbeviser«. Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	447	471
I alt skat	447	471

NOTE 8: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK	2015	2014
--	------	------

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING		
Renter og udbytter	6.276	6.767
Ikke refunderbar udbytteskat	+447	+471
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	89	+47
Kursgevinst til udlodning	33.327	9.506
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	10.233	+736
Udlodning overført fra sidste år	+107.787	+122.806
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	+58.309	+107.787
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	3.977	3.304
Overført fra Kursregulering af investeringsbeviser	258	342
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	73	+14
I alt til rådighed for udlodning, brutto	+61.955	+110.764
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	+3.646	+2.976
I alt til rådighed for udlodning, netto	+58.309	+107.787

NOTE 9: MEDLEMMERNES FORMUE	2015		2014	
	Antal andele		Formueværdi	
	i 1.000 DKK		i 1.000 DKK	
Medlemmernes formue primo	2.129.756	249.658	2.111.890	209.969
Emissioner i året	571.516	74.741	297.008	30.407
Indløsninger i året	+768.233	+103.298	+279.142	+28.989
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		313		73
Overførsel af periodens resultat		98.276		145.985
Overført til udlodning næste år		+58.309		+107.787
I alt medlemmernes formue	1.933.039	261.380	2.129.756	249.658

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2015	2014
--------------------------------	------	------

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	96,1	95,0
I alt finansielle instrumenter	96,1	95,0
Øvrige aktiver og passiver	3,9	5,0
I alt	100,0	100,0

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

Global Equity Solution

Investerer globalt i 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 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« 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 dankeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer globalt i aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko mod udviklingen globale aktier og valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er 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 2015 et afkast på 9,90 pct., mens det globale aktiemarked steg 10,66 pct. Afdelingen fik et benchmark i maj 2015. Afdelingens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til markedet og konkurrenter, men det opnåede afkast har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøgletal som stigende beskæftigelse, fortsat lavere renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året

Markedet

I 2015 var der positive afkast fra både USA, Europa og Japan. Det positive afkast i USA kan hovedsageligt tilskrives en styrkelse af USD, da amerikanske aktier for første gang i adskillige år leverede en flad udvikling målt i USD, hvilket blandt andet var drevet af en høj prisfastsættelse, en styrket USD, en mindre positiv indtjeningsudvikling samt en pengepolitisk stramning fra den amerikanske centralbank i december 2015. Det europæiske aktiemarked var understøttet af fortsatte pengepolitiske lempelser fra Den Europæiske Centralbank, en forbedret konkurrenceevne drevet af en svækket EUR over for USD og lempelige finansielle vilkår. Det japanske aktiemarked leverede igen et højt afkast, idet den japanske regering fortsat understøttede den økonomiske aktivitet i kombination med, at regeringen gennemførte relevante strukturreformer. Omvendt leverede de nye markeder et svagt afkast som følge af usikkerhed om udviklingen i den økonomiske vækst og faldende råvarepriser.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast i 2015 var 0,76 procentpoint lavere end markedsudviklingen i globale aktier.

Japanske aktier var en af de regioner, der gav det største afkast i 2015. Derfor trak afdelingens store eksponering mod japanske aktier op på årets afkast.

Afdelingens eksponering til europæiske cykliske aktier i første halvår 2015 bidrog særdeles positivt, da positionerne gav et højere afkast end det europæiske aktiemarked. Afdelingens eksponering til europæiske banker har i fjerde kvartal bidraget negativt til årets relative afkast, hvilket skyldtes skuffelse i bankernes netto renteindtjening.

Afdelingen er aktivt styret, men har en active share under 50. Afdelingens omkostninger er tilpasset afdelingens lavere aktivitetsniveau, således at afdelingen kan opfylde sin målsætning om at opnå et afkast, der er højere end afkastet på benchmark.

Afdelingens profil

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Januar 2011

Risikoindikator (1-7): 5

Benchmark: MSCI World Index inkl. nettoudbytter

Fondskode: DK0060209682

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Landefordeling

USA	49,6%
Japan	8,5%
Storbritannien	6,3%
Frankrig	5,0%
Schweiz	4,0%
Øvrige inkl. likvide	26,6%

Nøgletal

Sharpe Ratio	1,00
Standardafvigelse	11,22
Active share	37,05

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Global Equity Solution

Særlige risici ved markedsudviklingen i in 2016

Den økonomiske vækst i verdensøkonomien, herunder væksten i de udviklede markeder USA, Europa og Japan, er fortsat understøttet af en særdeles lempelig pengepolitik fra centralbankernes side. I Europa er den økonomiske udvikling positivt påvirket af de lave renteniveauer, en fortsat svækket EUR i forhold til USD samt lempelige finansielle vilkår. Modsat er situationen i amerikansk økonomi negativt påvirket af den stærke USD, indenlandskorienteret vækst, der udvikler sig positivt, samt den amerikanske centralbanks nyligt påbegyndte forhøjelse af de ledende renter. Usikkerheden i forhold til såvel timingen som omfanget af renteforhøjelserne i USA, en fortsat lempelig pengepolitik i Europa og Japan samt et fald i den økonomiske aktivitet vil kunne slå negativt igennem på det globale og europæiske aktiemarked.

Udviklingen på råvaremarkederne og i særdeleshed olieprisen kan få såvel positive som negative afledte effekter på aktiemarkedene. Generelt er faldende råvarepriser gunstigt for Europas økonomiske vækst og verdensøkonomien. Det vil dog samtidig få negative konsekvenser for olie- og råvaresektorerne, som presses på indtjeningen, og dermed skabe usikkerhed om den fremtidige indtjeningsudvikling. Et kraftigt fald i råvaremarkederne og olieprisen kan øge risikoaversionen.

De globale aktiemarkeder er steget pænt de senere år blandt andet som følge af høj indtjening i selskaberne. Hvis der opstår usikkerhed om holdbarheden af denne indtjening f.eks. som følge af den geopolitiske udvikling i Europa og Mellemøsten eller den økonomiske vækst i de nye markeder, vil usikkerheden øges.

Afdelingen ligger ved årets udgang eksponeret til både europæiske og amerikanske banker. De største risici i 2016 ved nuværende eksponering, er derfor regulering inden for banksektoren og en skuffelse i væksten af lån.

Forventninger til markedet samt strategi

Den underliggende udvikling i verdensøkonomien er fortsat positiv, og særligt europæisk økonomi oplever en pæn vækst. Der forventes fortsat en pæn udvikling i den økonomiske vækst i USA, men væksten vil blive påvirket af fortsatte

stramninger af pengepolitikken i 2016. Modsat er det økonomiske miljø i Europa understøttende for udviklingen på aktiemarkedene, som kombineret med en indtjeningsudvikling med fortsat positivt potentiale og en rimelig prisfastsættelse understøtter vores forventninger. Vi forventer derfor moderat positive afkast på globale aktier baseret på en positiv udvikling i verdensøkonomien med vækstmodvind i USA drevet af en styrket USD og rentestigninger. I Europa forventer vi vækstmodvind drevet af en svækket EUR over for USD samt fortsat lave råvarepriser, som er understøttende for privatforbruget samt en stabilisering af udviklingen i de nye markeder.

Vi fastholder som udgangspunkt afdelingens nuværende balance med betydelige investeringer i sektorerne sundhed, diskretionært forbrug, informationsteknologi og stabilt forbrug, mens vi indtil videre har en undervægt inden for telekommunikation og energi, ligesom vi har fravalgt investeringer i forsyningssektoren.

Afdelingen søger at skabe værdi gennem eksponering til de mest interessante segmenter af aktiemarkedet. Ved årets udgang var afdelingen fordelt med 21 pct. i indekserede amerikanske aktier, 6 pct. i amerikanske it-selskaber, 12 pct. i den amerikanske risikopræmiestrategi, 5 pct. i amerikanske banker, 16 pct. i indekserede europæiske aktier, 19 pct. i globale aktier, 7 pct. i japanske aktier, 7 pct. i eurozonebanker og 7 pct. i øvrige aktier.

Den seneste allokering i afdelingen var til amerikanske banker. Amerikanske banker er eksponeret mod en økonomi samt boligmarked i forbedring. Ydermere forventes bankerne at drage fordel af bedre nettorenteindtjening, efter at den amerikanske central bank har hævet renten.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af særlige segmenter af aktiemarkedet. For 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Global Equity Solution

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	42	179	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	315	4	Indestående i depotselskab	132.090	58.837
3 Udbytter	161.079	178.150	I alt likvide midler	132.090	58.837
I alt renter og udbytter	160.806	178.326	Kapitalandele:		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. aktier fra DK selskaber	73.607	54.169
Kapitalandele	581.131	527.074	Not. aktier fra udl. selskaber	6.865.557	5.701.945
Valutakonti	29.560	36.850	Unot. køb.andele fra udl. selsk.	6.557	0
Øvrige aktiver/passiver	299	128	I alt kapitalandele	6.945.721	5.756.114
5 Handelsomkostninger	÷8.022	÷8.502	Andre aktiver:		
I alt kursgevinster og -tab	602.967	555.549	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	6.706	3.420
I alt indtægter	763.773	733.875	Mellemvær. vedr. handelsafv.	3.208	942
6 Administrationsomkostninger	62.464	76.434	Aktuelle skatteaktiver	11.795	10.012
Resultat før skat	701.309	657.441	I alt andre aktiver	21.708	14.374
7 Skat	13.472	12.492	Aktiver i alt	7.099.520	5.829.324
Årets nettoresultat	687.837	644.949	Passiver		
Overskudsdisponering			9 Medlemmernes formue	7.099.090	5.814.766
Foreslået udlodning	977.381	566.421	Anden gæld:		
Overført til udlodning næste år	1.820	635	Skyldige omkostninger	430	4.581
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	979.201	567.056	Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	9.977
Overført til formuen	÷291.364	77.893	I alt anden gæld	430	14.559
I alt disponeret	687.837	644.949	Passiver i alt	7.099.520	5.829.324

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)*	÷10,57	21,49	13,14	12,93	9,90
Indre værdi (DKK pr. andel)	89,43	106,70	119,08	134,48	135,83
Nettoresultat (t.DKK)*	÷81.969	433.286	424.771	644.949	687.837
Udbytte (DKK pr. andel)	1,75	1,50	0,00	13,10	18,70
Administrationsomkostninger (pct.)	1,44	1,45	1,48	0,99	0,99
ÅOP	2,09	2,03	1,90	1,92	1,20
Omsætningshastighed (antal gange)*	2,38	1,42	0,62	1,15	0,79
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.225.564	3.372.374	4.935.803	5.814.766	7.099.090
Antal andele	13.704.734	31.605.837	41.449.139	43.238.235	52.266.370
Stykstørrelse i DKK	100	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	2015	2014
Indestående i depotselskab	42	179
I alt renteindtægter	42	179

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	315	4
I alt renteudgifter	315	4

NOTE 3: UDBYTTER I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	1.472	2.862
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	159.336	175.288
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	271	0
I alt udbytter	161.079	178.150

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	26.731	47.336
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	554.756	479.738
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	+357	0
Valutakonti	29.560	36.850
Øvrige aktiver/passiver	299	128
Handelsomkostninger	+8.022	+8.502
I alt kursgevinster og -tab	602.967	555.549

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	+11.940	+12.193
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	3.918	3.691
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+8.022	+8.502

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015		2014	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	38	0	36	0
Øvrige omkostninger	0	0	521	172
Managementhonorar	53.598	0	69.146	0
Fast administrationshonorar	8.828	0	6.559	0
I alt opdelt adm.omk.	62.464	0	76.262	172
I alt adm.omkostninger		62.464		76.434

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholder i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	13.472	12.492
I alt skat	13.472	12.492

NOTE 8: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK	2015	2014
--	------	------

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING			
Renter og udbytter	160.806	178.326	
Ikke refunderbar udbytteskat	+13.472	+12.492	
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	+1.082	+5.797	
Kursgevinst til udlodning	696.063	516.515	
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	209.679	29.090	
Udlodning overført fra sidste år	635	+60.082	
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	1.052.629	645.560	
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	62.464	76.434	
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	+10.964	+2.070	
I alt til rådighed for udlodning, netto	979.201	567.056	

NOTE 9: MEDLEMMERNES FORMUE	2015	2014		
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK

Medlemmernes formue primo	43.238.235	5.814.766	41.449.139	4.935.803
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		+566.421		0
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		46.453		0
Emissioner i året	22.553.079	3.123.639	21.316.080	2.673.676
Indløsninger i året	+13.524.944	+2.015.648	+19.526.984	+2.449.647
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		8.464		9.986
Foreslået udlodning		977.381		566.421
Overførsel af periodens resultat		+291.364		77.893
Overført til udlodning næste år		1.820		635
I alt medlemmernes formue	52.266.370	7.099.090	43.238.235	5.814.766

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2015	2014
--------------------------------	------	------

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	97,7	99,0
Øvrige finansielle instrumenter	0,1	0,0
I alt finansielle instrumenter	97,8	99,0
Øvrige aktiver og passiver	2,2	1,0
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
Danske Bank	2.626	5.837

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.

Global Equity Solution – Akkumulerende KL

Investerer globalt i aktier. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investo- rernes 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, udarbej- det 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			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	422	58	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	205	0	Indestående i depotselskab	84.019	39.564
3 Udbytter	73.681	27.506	I alt likvide midler	84.019	39.564
I alt renter og udbytter	73.897	27.563	Kapitalandele:		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. aktier fra DK selskaber	37.569	18.394
Kapitalandele	150.548	127.530	Not. aktier fra udl. selskaber	3.589.431	1.937.085
Valutakonti	10.161	7.222	Unot. kap.andele fra udl. selsk.	3.441	0
Øvrige aktiver/passiver	±20	26	I alt kapitalandele	3.630.441	1.955.480
5 Handelsomkostninger	÷4.303	÷1.531	Andre aktiver:		
I alt kursgevinster og -tab	156.386	133.247	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	3.507	1.145
I alt indtægter	230.283	160.810	Mellemvær. vedr. handelsafv.	1.233	1.823
6 Administrationsomkostninger	28.685	12.985	Aktuelle skatteaktiver	1.600	753
Resultat før skat	201.598	147.825	I alt andre aktiver	6.339	3.720
7 Skat	7.073	2.253	Aktiver i alt	3.720.800	1.998.763
Årets nettoresultat	194.524	145.572	Passiver		
Overskudsdisponering			8 Medlemmernes formue	3.720.150	1.995.363
Overført til formuen	194.524	145.572	Anden gæld:		
I alt disponeret	194.524	145.572	Skyldige omkostninger	260	1.730
			Mellemvær. vedr. handelsafv.	390	1.670
			I alt anden gæld	650	3.400
			Passiver i alt	3.720.800	1.998.763

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	2013	2014	2015
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	9.039	145.572	194.524
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	0,26	0,93	0,91
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	340.324	1.995.363	3.720.150

* 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

	2015	2014
Indestående i depotselskab	40	58
Andre renteindtægter	382	0
I alt renteindtægter	422	58

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Andre renteudgifter	205	0
I alt renteudgifter	205	0

NOTE 3: UDBYTTET I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	618	292
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	72.919	27.213
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	144	0
I alt udbytter	73.681	27.506

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	10.544	4.859
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	140.184	122.672
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	÷180	0
Valutakonti	10.161	7.222
Øvrige aktiver/passiver	÷20	26
Handelsomkostninger	÷4.303	÷1.531
I alt kursgevinster og -tab	156.386	133.247

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷6.096	÷3.488
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	1.793	1.957
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷4.303	÷1.531

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015		2014	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	5	0	0	0
Øvrige omkostninger	0	0	42	13
Managementhonorar	24.625	0	11.758	0
Fast administrationshonorar	4.056	0	1.171	0
I alt opdelte adm.omk.	28.685	0	12.971	13
I alt adm.omkostninger		28.685		12.985

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK

	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	7.073	2.253
I alt skat	7.073	2.253

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE

	2015		2014	
	Antal andele i 1.000 DKK	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele i 1.000 DKK	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo		1.995.363		340.324
Emissioner i året		1.860.756		1.766.685
Indløsninger i året		÷335.142		÷261.159
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		4.649		3.941
Overførsel af periodens resultat		194.524		145.572
I alt medlemmernes formue		3.720.150		1.995.363

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle instrumenter i pct.

	2015	2014
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,5	98,0
Øvrige finansielle instrumenter	0,1	0,0
I alt finansielle instrumenter	97,6	98,0
Øvrige akiver og passiver	2,4	2,0
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
Danske Bank	1.302	1.974

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

Global Equity Solution, klass SEK W

Andelsklasse under Global Equity Solution – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« 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 udviklingen i globale aktier og valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er 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 andelsklassen placeret i kategori 5 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2015 et afkast på 5,72 pct. målt i SEK, mens det globale aktiemarked steg 6,76 pct. målt i SEK. Andelsklassen fik et benchmark i maj 2015. Andelsklassens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til markedet og konkurrenter, men det opnåede afkast har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøgletal som stigende beskæftigelse, fortsat lave renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

I 2015 var der positive afkast fra både USA, Europa og Japan. Det positive afkast i USA kan hovedsageligt tilskri-

ves en styrkelse af USD, da amerikanske aktier for første gang i adskillige år leverede en flad udvikling målt i USD, hvilket blandt andet var drevet af en høj prisfastsættelse, en styrket USD, en mindre positiv indtjeningsudvikling samt en pengepolitisk stramning fra den amerikanske centralbank i december 2015. Det europæiske aktiemarked var understøttet af fortsatte pengepolitiske lempelser fra Den Europæiske Centralbank, en forbedret konkurrenceevne drevet af en svækket EUR over for USD og lempelige finansielle vilkår. Det japanske aktiemarked leverede igen et højt afkast, idet den japanske regering fortsat understøttede den økonomiske aktivitet i kombination med, at regeringen gennemførte relevante strukturreformer. Omvendt leverede de nye markeder et svagt afkast som følge af usikkerhed om udviklingen i den økonomiske vækst og faldende råvarepriser.

Vurdering af afdelingens resultat

Japanske aktier var en af de regioner, der gav det største afkast i 2015. Derfor trak andelsklassens store eksponering mod japanske aktier op på årets afkast.

Andelsklassens eksponering til europæiske cykliske aktier i første halvår 2015 bidrog særdeles positivt, da positionerne gav et højere afkast end det europæiske aktiemarked. Andelsklassens eksponering til europæiske banker har i fjerde kvartal bidraget negativt til årets relative afkast, hvilket skyldtes skuffelse i bankernes netto renteindtjening.

Andelsklassen er aktivt styret, men har en active share under 50. Andelsklassens omkostninger er tilpasset andelsklassens lavere aktivitetsniveau, således at andelsklassen kan opfylde sin målsætning om at opnå et afkast, der er højere end afkastet på benchmark.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Den økonomiske vækst i verdensøkonomien, herunder væksten i de udviklede markeder USA, Europa og Japan, er fortsat understøttet af en særdeles lempelig pengepolitik fra centralbankernes side. I Europa er den økonomiske udvikling positivt påvirket af de lave renteniveauer, en fortsat svækket EUR i forhold til USD samt lempelige finansielle

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: September 2013

Risikoindikator (1-7): 5

Benchmark: MSCI World Index inkl. nettoudbytter målt i SEK

Fondskode: DK0060507788

Porteføljeadgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Landefordeling

USA 49,5%

Japan 8,9%

Storbritannien 6,1%

Frankrig 5,0%

Schweiz 3,9%

Øvrige inkl. likvide 26,6%

Nøgletal

Active share 37,47

Global Equity Solution, klass SEK W

Andelsklasse under Global Equity Solution – Akkumulerende KL

vilkår. Modsat er situationen i amerikansk økonomi negativt påvirket af den stærke USD, indenlandskorienteret vækst, der udvikler sig positivt, samt den amerikanske centralbanks nyligt påbegyndte forhøjelse af de ledende renter. Usikkerheden i forhold til såvel timingen som omfanget af renteforhøjelserne i USA, en fortsat lempelig pengepolitik i Europa og Japan samt et fald i den økonomiske aktivitet vil kunne slå negativt igennem på det globale og europæiske aktiemarked.

Udviklingen på råvaremarkederne og i særdeleshed olieprisen kan få såvel positive som negative afledte effekter på aktiemarkederne. Generelt er faldende råvarepriser gunstigt for Europas økonomiske vækst og verdensøkonomien. Det vil dog samtidig få negative konsekvenser for olie- og råvaresektorerne, som presses på indtjeningen, og dermed skabe usikkerhed om den fremtidige indtjeningsudvikling. Et kraftigt fald i råvaremarkederne og olieprisen kan øge risikoaversjonen.

De globale aktiemarkeder er steget pænt de senere år blandt andet som følge af høj indtjening i selskaberne. Hvis der opstår usikkerhed om holdbarheden af denne indtjening f.eks. som følge af den geopolitiske udvikling i Europa og Mellemøsten eller den økonomiske vækst i de nye markeder, vil usikkerheden øges.

Andelsklassen ligger ved årets udgang eksponeret til både europæiske og amerikanske banker. De største risici i 2016 ved nuværende eksponering, er derfor regulering inden for banksektoren og en skuffelse i væksten af lån.

Forventninger til markedet samt strategi

Den underliggende udvikling i verdensøkonomien er fortsat positiv, og særligt europæisk økonomi oplever en pæn vækst. Der forventes fortsat en pæn udvikling i den økonomiske vækst i USA, men væksten vil blive påvirket af fortsatte stramninger af pengepolitikken i 2016. Modsat er det økonomiske miljø i Europa understøttende for udviklingen på aktiemarkederne, som kombineret med en indtjeningsudvikling med fortsat positivt potentiale og en rimelig prisfastsættelse understøtter vores forventninger. Vi forventer

derfor moderat positive afkast på globale aktier baseret på en positiv udvikling i verdensøkonomien med vækstmodvind i USA drevet af en styrket USD og rentestigninger. I Europa forventer vi vækstmodvind drevet af en svækket EUR over for USD samt fortsat lave råvarepriser, som er understøttende for privatforbruget samt en stabilisering af udviklingen i de nye markeder.

Vi fastholder som udgangspunkt andelsklassens nuværende balance med betydelige investeringer i sektorerne sundhed, diskretionært forbrug, informationsteknologi og stabil forbrug, mens vi indtil videre har en undervægt inden for telekommunikation og energi, ligesom vi har fravalgt investeringer i forsyningssektoren.

Andelsklassen søger at skabe værdi gennem eksponering til de mest interessante segmenter af aktiemarkedet. Ved årets udgang var andelsklassen fordelt med 21 pct. i indekserede amerikanske aktier, 6 pct. i amerikanske it-elskaber, 12 pct. i den amerikansk risikopræmiestrategi, 5 pct. i amerikanske banker, 16 pct. i indekserede europæiske aktier, 19 pct. i globale aktier, 7 pct. i japanske aktier, 7 pct. i eurozonebanker og 7 pct. i øvrige aktier.

Den seneste allokering i andelsklassen var til amerikanske banker. Amerikanske banker er eksponeret mod en økonomi samt boligmarked i forbedring. Ydermere forventes bankerne at drage fordel af bedre nettorenteindtjening, efter at den amerikanske central bank har hævet renten.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af særlige segmenter af aktiemarkedet. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

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	2015
Afkast i SEK (pct.)*	-	-	3,83	20,39	5,72
Indre værdi (SEK pr. andel)	-	-	103,83	125,00	132,15
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	1.088	36.970	49.798
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	1,48	1,49	0,99
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	48.143	490.919	921.023
Antal andele	-	-	550.042	4.996.148	8.552.786
Stykstørrelse i SEK	-	-	100	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	56.631	38.958
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	6.833	1.988
Klassens resultat	49.798	36.970
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	490.919	48.143
Emissioner i året	386.823	404.979
Indløsninger i året	÷7.333	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	816	827
Overførsel af periodens resultat	49.798	36.970
Medlemmernes formue ultimo	921.023	490.919
Antal andele		
Andele primo året	4.996.148	550.042
Emissioner i året	3.628.970	4.446.106
Indløsninger i året	÷72.333	0
Andele ultimo året	8.552.786	4.996.148

Global Equity Solution, klasse NOK W

Andelsklasse under Global Equity Solution – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« 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 udviklingen i globale aktier og valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er 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 andelsklassen placeret i kategori 5 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2015 et afkast på 15,84 pct. målt i NOK, mens det globale aktiemarked steg 17,03 pct. målt i NOK. Andelsklassen fik et benchmark i maj 2015. Andelsklassens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til markedet og konkurrenter, men det opnåede afkast har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøgletal som stigende beskæftigelse, fortsat lave renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året.

Andelsklassen fik et benchmark i maj 2015.

Markedet

I 2015 var der positive afkast fra både USA, Europa og Japan. Det positive afkast i USA kan hovedsageligt tilskrives en styrkelse af USD, da amerikanske aktier for første gang i adskillige år leverede en flad udvikling målt i USD, hvilket blandt andet var drevet af en høj prisfastsættelse, en styrket USD, en mindre positiv indtjeningsudvikling samt en pengepolitisk stramning fra den amerikanske centralbank i december 2015. Det europæiske aktiemarked var understøttet af fortsatte pengepolitiske lempelser fra Den Europæiske Centralbank, en forbedret konkurrenceevne drevet af en svækket EUR over for USD og lempelige finansielle vilkår. Det japanske aktiemarked leverede igen et højt afkast, idet den japanske regering fortsat understøttede den økonomiske aktivitet i kombination med, at regeringen gennemførte relevante strukturreformer. Omvendt leverede de nye markeder et svagt afkast som følge af usikkerhed om udviklingen i den økonomiske vækst og faldende råvarepriser.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast i 2015 var 1,19 procentpoint lavere end markedsudviklingen i globale aktier.

Japanske aktier var en af de regioner, der gav det største afkast i 2015. Derfor trak Andelsklassens store eksponering mod japanske aktier op på årets afkast.

Andelsklassens eksponering til europæiske cykliske aktier i første halvår 2015 bidrog særdeles positivt, da positionerne gav et højere afkast end det europæiske aktiemarked. Andelsklassens eksponering til europæiske banker har i fjerde kvartal bidraget negativt til årets relative afkast, hvilket skyldtes skuffelse i bankernes netto renteindtjening.

Andelsklassen er aktivt styret, men har en active share under 50. Andelsklassens omkostninger er tilpasset andelsklassens lavere aktivitetsniveau, således at andelsklassen kan opfylde sin målsætning om at opnå et afkast, der er højere end afkastet på benchmark.

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: September 2013
Risikoindikator (1-7): 5
Benchmark: MSCI World Index inkl. nettoudbytter målt i NOK
Fondskode: DK0060507515
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Landefordeling

USA	49,5%
Japan	8,9%
Storbritannien	6,1%
Frankrig	5,0%
Schweiz	3,9%
Øvrige inkl. likvide	26,6%

Nøgletal

Active share	37,47
--------------	-------

Global Equity Solution, klasse NOK W

Andelsklasse under Global Equity Solution – Akkumulerende KL

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Den økonomiske vækst i verdensøkonomien, herunder væksten i de udviklede markeder USA, Europa og Japan, er fortsat understøttet af en særdeles lempelig pengepolitik fra centralbankernes side. I Europa er den økonomiske udvikling positivt påvirket af de lave renteniveauer, en fortsat svækket EUR i forhold til USD samt lempelige finansielle vilkår. Modsat er situationen i amerikansk økonomi negativt påvirket af den stærke USD, indenlandskorienteret vækst, der udvikler sig positivt, samt den amerikanske centralbanks nyligt påbegyndte forhøjelse af de ledende renter. Usikkerheden i forhold til såvel timingen som omfanget af renteforhøjelserne i USA, en fortsat lempelig pengepolitik i Europa og Japan samt et fald i den økonomiske aktivitet vil kunne slå negativt igennem på det globale og europæiske aktiemarked.

Udviklingen på råvaremarkederne og i særdeleshed olieprisen kan få såvel positive som negative afledte effekter på aktiemarkederne. Generelt er faldende råvarepriser gunstigt for Europas økonomiske vækst og verdensøkonomien. Det vil dog samtidig få negative konsekvenser for olie- og råvaresektorerne, som presses på indtjeningen, og dermed skabe usikkerhed om den fremtidige indtjeningsudvikling. Et kraftigt fald i råvaremarkederne og olieprisen kan øge risikoaversionen.

De globale aktiemarkeder er steget pænt de senere år blandt andet som følge af høj indtjening i selskaberne. Hvis der opstår usikkerhed om holdbarheden af denne indtjening f.eks. som følge af den geopolitiske udvikling i Europa og Mellemøsten eller den økonomiske vækst i de nye markeder, vil usikkerheden øges.

Andelsklassen ligger ved årets udgang eksponeret til både europæiske og amerikanske banker. De største risici i 2016 ved nuværende eksponering, er derfor regulering inden for banksektoren og en skuffelse i væksten af lån.

Forventninger til markedet samt strategi

Den underliggende udvikling i verdensøkonomien er fortsat positiv, og særligt europæisk økonomi oplever en pæn vækst. Der forventes fortsat en pæn udvikling i den økonomiske vækst i USA, men væksten vil blive påvirket af fortsatte stramninger af pengepolitikken i 2016. Modsat er det økono-

miske miljø i Europa understøttende for udviklingen på aktiemarkederne, som kombineret med en indtjeningsudvikling med fortsat positivt potentiale og en rimelig prisfastsættelse understøtter vores forventninger. Vi forventer derfor moderat positive afkast på globale aktier baseret på en positiv udvikling i verdensøkonomien med vækstmodvind i USA drevet af en styrket USD og rentestigninger. I Europa forventer vi vækstmodvind drevet af en svækket EUR over for USD samt fortsat lave råvarepriser, som er understøttende for privatforbruget samt en stabilisering af udviklingen i de nye markeder.

Vi fastholder som udgangspunkt andelsklassens nuværende balance med betydelige investeringer i sektorerne sundhed, diskretionært forbrug, informationsteknologi og stabilt forbrug, mens vi indtil videre har en undervægt inden for telekommunikation og energi, ligesom vi har fravalgt investeringer i forsyningssektoren.

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

Ved årets udgang var andelsklassen fordelt med 21 pct. i indekserede amerikanske aktier, 6 pct. i amerikanske it-selskaber, 12 pct. i den amerikansk risikopræmiestrategi, 5 pct. i amerikanske banker, 16 pct. i indekserede europæiske aktier, 19 pct. i globale aktier, 7 pct. i japanske aktier, 7 pct. i eurozonebanker og 7 pct. i øvrige aktier.

Den seneste allokering i andelsklassen var til amerikanske banker. Amerikanske banker er eksponeret mod en økonomi samt boligmarked i forbedring. Ydermere forventes bankerne at drage fordel af bedre nettorenteindtjening, efter at den amerikanske central bank har hævet renten.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af særlige segmenter af aktiemarkedet. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

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	2015
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	8,64	22,00	15,84
Indre værdi (NOK pr. andel)	-	-	108,64	132,54	153,53
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	591	21.060	28.704
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	1,48	1,50	0,99
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	27.042	273.639	564.854
Antal andele	-	-	278.926	2.515.459	4.740.245
Stykstørrelse i NOK	-	-	100	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	32.703	22.978
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	3.999	1.918
Klassens resultat	28.704	21.060
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	273.639	27.042
Emissioner i året	412.824	259.719
Indløsninger i året	÷ 151.548	÷ 34.783
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	1.235	601
Overførsel af periodens resultat	28.704	21.060
Medlemmernes formue ultimo	564.854	273.639
Antal andele		
Andele primo året	2.515.459	278.926
Emissioner i året	3.436.963	2.579.854
Indløsninger i året	÷ 1.212.177	÷ 343.321
Andele ultimo året	4.740.245	2.515.459

Global Equity Solution – Akkumulerende, klasse DKK W

Andelsklasse under Global Equity Solution – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« 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 udviklingen i globale aktier og valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er 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 andelsklassen placeret i kategori 5 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2015 et afkast på 9,63 pct., mens det globale aktiemarked steg 10,66 pct. Andelsklassen fik et benchmark i maj 2015. Andelsklassens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til markedet og konkurrenter, og det opnåede afkast har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøgletal som stigende beskæftigelse, fortsat lave renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

I 2015 var der positive afkast fra både USA, Europa og Japan. Det positive afkast i USA kan hovedsageligt tilskrives en styrkelse af USD, da amerikanske aktier for første gang i adskillige år leverede en flad udvikling målt i USD,

hvilket blandt andet var drevet af en høj prisfasteftelse, en styrket USD, en mindre positiv indtjeningsudvikling samt en pengepolitisk stramning fra den amerikanske centralbank i december 2015. Det europæiske aktiemarked var understøttet af fortsatte pengepolitiske lempelser fra Den Europæiske Centralbank, en forbedret konkurrenceevne drevet af en svækket EUR over for USD og lempelige finansielle vilkår. Det japanske aktiemarked leverede igen et højt afkast, idet den japanske regering fortsat understøttede den økonomiske aktivitet i kombination med, at regeringen gennemførte relevante strukturreformer. Omvendt leverede de nye markeder et svagt afkast som følge af usikkerhed om udviklingen i den økonomiske vækst og faldende råvarepriser.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast i 2015 var 1,03 procentpoint lavere end markedsudviklingen i globale aktier.

Japanske aktier var en af de regioner, der gav det største afkast i 2015. Derfor trak Andelsklassens store eksponering mod japanske aktier op på årets afkast.

Andelsklassens eksponering til europæiske cykliske aktier i første halvår 2015 bidrog særdeles positivt, da positionerne gav et højere afkast end det europæiske aktiemarked. Andelsklassens eksponering til europæiske banker har i fjerde kvartal bidraget negativt til årets relative afkast, hvilket skyldtes skuffelse i bankernes netto renteindtjening.

Andelsklassen er aktivt styret, men har en active share under 50. Andelsklassens omkostninger er tilpasset andelsklassens lavere aktivitetsniveau, således at andelsklassen kan opfylde sin målsætning om at opnå et afkast, der er højere end afkastet på benchmark.

Særlige risici ved markedsudviklingen i in 2016

Den økonomiske vækst i verdensøkonomien, herunder væksten i de udviklede markeder USA, Europa og Japan, er fortsat understøttet af en særdeles lempelig pengepolitik fra centralbankernes side. I Europa er den økonomiske udvikling positivt påvirket af de lave renteniveauer, en fortsat svækket EUR i forhold til USD samt lempelige finansielle vilkår. Modsat er situationen i amerikansk økonomi negativt

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: September 2013

Risikoindikator (1-7): 5

Benchmark: MSCI World Index inkl. nettoudbytter

Fondskode: DK0060507432

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Landefordeling

USA 49,5%

Japan 8,9%

Storbritannien 6,1%

Frankrig 5,0%

Schweiz 3,9%

Øvrige inkl. likvide 26,6%

Nøgletal

Active share 37,47

Global Equity Solution – Akkumulerende, klasse DKK W

Andelsklasse under Global Equity Solution – Akkumulerende KL

påvirket af den stærke USD, indenlandskorienteret vækst, der udvikler sig positivt, samt den amerikanske centralbanks nyligt påbegyndte forhøjelse af de ledende renter. Usikkerheden i forhold til såvel timingen som omfanget af renteforhøjelserne i USA, en fortsat lempelig pengepolitik i Europa og Japan samt et fald i den økonomiske aktivitet vil kunne slå negativt igennem på det globale og europæiske aktiemarked.

Udviklingen på råvaremarkederne og i særdeleshed olieprisen kan få såvel positive som negative afledte effekter på aktiemarkederne. Generelt er faldende råvarepriser gunstigt for Europas økonomiske vækst og verdensøkonomien. Det vil dog samtidig få negative konsekvenser for olie- og råvaresektorerne, som presses på indtjeningen, og dermed skabe usikkerhed om den fremtidige indtjeningsudvikling. Et kraftigt fald i råvaremarkederne og olieprisen kan øge risikoaversionen.

De globale aktiemarkeder er steget pænt de senere år blandt andet som følge af høj indtjening i selskaberne. Hvis der opstår usikkerhed om holdbarheden af denne indtjening f.eks. som følge af den geopolitiske udvikling i Europa og Mellemøsten eller den økonomiske vækst i de nye markeder, vil usikkerheden øges.

Andelsklassen ligger ved årets udgang eksponeret til både europæiske og amerikanske banker. De største risici i 2016 ved nuværende eksponering, er derfor regulering inden for banksektoren og en skuffelse i væksten af lån.

Forventninger til markedet samt strategi

Den underliggende udvikling i verdensøkonomien er fortsat positiv, og særligt europæisk økonomi oplever en pæn vækst. Der forventes fortsat en pæn udvikling i den økonomiske vækst i USA, men væksten vil blive påvirket af fortsatte stramninger af pengepolitikken i 2016. Modsat er det

økonomiske miljø i Europa understøttende for udviklingen på aktiemarkederne, som kombineret med en indtjeningsudvikling med fortsat positivt potentiale og en rimelig prisfastsættelse understøtter vores forventninger. Vi forventer derfor moderat positive afkast på globale aktier baseret på en positiv udvikling i verdensøkonomien med vækstmodvind i USA drevet af en styrket USD og rentestigninger. I Europa forventer vi vækstmedvind drevet af en svækket EUR over for USD samt fortsat lave råvarepriser, som er understøttende for privatforbruget samt en stabilisering af udviklingen i de nye markeder.

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

Ved årets udgang var andelsklassen fordelt med 21 pct. i indekserede amerikanske aktier, 6 pct. i amerikanske it-selskaber, 12 pct. i den amerikansk risikopræmiestrategi, 5 pct. i amerikanske banker, 16 pct. i indekserede europæiske aktier, 19 pct. i globale aktier, 7 pct. i japanske aktier, 7 pct. i eurozonebanker og 7 pct. i øvrige aktier.

Den seneste allokering i andelsklassen var til amerikanske banker. Amerikanske banker er eksponeret mod en økonomi samt boligmarked i forbedring. Ydermere forventes bankerne at drage fordel af bedre nettorenteindtjening, efter at den amerikanske central bank har hævet renten.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af særlige segmenter af aktiemarkedet. For 2016 er det forventningen, at Andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

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	2015
Afkast (pct.)*	-	-	2,52	13,40	9,63
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	102,52	116,26	127,46
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	7.360	87.543	116.022
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	1,48	1,49	0,99
ÅOP	-	-	1,99	1,93	1,22
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	265.139	1.230.805	2.234.274
Antal andele	-	-	2.586.208	10.586.602	17.529.488
Stykstørrelse i DKK	-	-	100	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	133.870	96.582
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	17.848	9.040
Klassens resultat	116.022	87.543
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	1.230.805	265.139
Emissioner i året	1.061.109	1.101.987
Indløsninger i året	÷ 176.260	÷ 226.376
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	2.598	2.512
Overførsel af periodens resultat	116.022	87.543
Medlemmernes formue ultimo	2.234.274	1.230.805
Antal andele		
Andele primo året	10.586.602	2.586.208
Emissioner i året	8.273.306	10.098.530
Indløsninger i året	÷ 1.330.420	÷ 2.098.136
Andele ultimo året	17.529.488	10.586.602

Global Equity Solution 2 – Akkumulerende KL

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

Afdelingen udbydes i en andelsklasse:

- Global Equity Solution FIN, osuuslaji EUR W

Samlet regnskab omregnet til EURO 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 EURO, 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			Balance		
	1.1.-31.12.2015	15.1.-31.12.2014	31.12.2015	31.12.2014	
	1.000 EUR	1.000 EUR	1.000 EUR	1.000 EUR	
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	77	15	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	5	1	Indestående i depotselskab		
3 Udbytter	12.552	5.118	74.931	49.994	
I alt renter og udbytter	12.624	5.132	I alt likvide midler	74.931	49.994
4 Kursgevinster og -tab:			Kapitalandele:		
Kapitalandele	30.660	42.008	Not. aktier fra DK selskaber		
Afledte finansielle instr.	131	585	1.423	2.714	
Valutakonti	5.170	995	433.806	478.485	
Øvrige aktiver/passiver	÷7	8	Unot. kap.andele fra udl. selsk.	209	0
5 Handelsomkostninger	÷1.056	÷682	Inv-beviser i andre udl.		
I alt kursgevinster og -tab	34.899	42.914	inv- og specialforeninger	21.744	0
			I alt kapitalandele	457.182	481.199
I alt indtægter	47.523	48.047	Afl. finansielle instr.:		
6 Administrationsomkostninger	8.053	3.004	Unot. afl. finansielle instr.		
			119	75	
Resultat før skat	39.470	45.043	I alt afledte finansielle instr.	119	75
7 Skat	1.174	538	Andre aktiver:		
Årets nettoresultat	38.296	44.505	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.		
			471	467	
Overskudsdisponering			Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	65
Overført til formuen	38.296	44.505	Aktuelle skatteaktiver	113	19
I alt disponeret	38.296	44.505	I alt andre aktiver	584	552
			Aktiver i alt	532.816	531.821
			Passiver		
			8 Medlemmernes formue		
			531.560	530.513	
			Afledte finansielle instrumenter:		
			Unot. afl. finansielle instr.		
			973	928	
			I alt afledte finansielle instr.	973	928
			Anden gæld:		
			Skyldige omkostninger		
			105	381	
			Mellemvær. vedr. handelsafv.	177	0
			I alt anden gæld	283	381
			Passiver i alt	532.816	531.821

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	-	2014	2015
Nettoresultat (t.EUR)*	-	-	-	44.505	38.296
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	0,59	1,05
Medlemmernes formue (t.EUR)	-	-	-	530.513	531.560

* 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

	2015	2014
Indestående i depotselskab	77	15
I alt renteindtægter	77	15

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 EUR

	2015	2014
Andre renteudgifter	5	1
I alt renteudgifter	5	1

NOTE 3: UDBYTTER I 1.000 EUR

	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	77	14
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	12.467	5.096
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	8	7
I alt udbytter	12.552	5.118

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 EUR

	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	2.048	257
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	25.033	41.743
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	114	9
Inv-beviser i udenlandske inv- og specialforeninger	3.465	0
Terminforretninger/futures m.m.	+2.161	1.103
Renteforretninger	+1.303	0
Aktiebaserede salgskontrakter	3.595	+518
Valutakonti	5.170	995
Øvrige aktiver/passiver	+7	8
Handelsomkostninger	+1.056	+682
I alt kursgevinster og -tab	34.899	42.914

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 EUR

	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	+1.056	+682
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+1.056	+682

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 EUR

	2015		2014	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Revisionshonorar til revisorer	0	0	0	0
Øvrige omkostninger	1	0	8	0
Managementhonorar	7.296	0	2.719	0
Fast administrationshonorar	757	0	276	0
I alt opdelt adm.omk.	8.053	0	3.004	0
I alt adm.omkostninger		8.053		3.004

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 7: SKAT I 1.000 EUR

	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	1.174	538
I alt skat	1.174	538

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE

	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 EUR	Antal andele	Formueværdi i 1.000 EUR
Medlemmernes formue primo		530.513		0
Emissioner i året		121.045		503.237
Indløsninger i året		+158.294		+17.229
Overførsel af periodens resultat		38.296		44.505
I alt medlemmernes formue		531.560		530.513

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle instrumenter i pct.

	2015	2014
Børsnoterede finansielle instrumenter	86,0	90,7
Øvrige finansielle instrumenter	+0,1	+0,2
I alt finansielle instrumenter	85,8	90,5
Øvrige aktiver og passiver	14,2	9,5
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
Danske Bank	743	292

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 årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« 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 udviklingen i globale aktier og valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er 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 andelsklassen placeret i kategori 6 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkastog benchmark

Andelsklassen gav i 2015 et afkast på 6,23 pct. målt i EUR. Andelsklassen havde intet benchmark i 2015, men det globale aktiemarkedet steg 8,76 pct. målt i EUR. Andelsklassens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til markedet og konkurrenter men har indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af lavere råvarepriser, usikkerhed om udviklingen i den økonomiske vækst, faldende kinesisk efterspørgsel og svækkede valutakurser.

Markedet

I 2015 var der positive afkast fra både USA, Europa og Japan. Det positive afkast i USA kan hovedsageligt tilskrives en styrkelse af USD, da amerikanske aktier for første gang i adskillige år leverede en flad udvikling målt i USD, hvilket blandt andet var drevet af en høj prisfastsættelse, en styrket USD, en mindre positiv indtjeningsudvikling samt en

pengepolitisk stramning fra den amerikanske centralbank i december 2015. Det europæiske aktiemarked var understøttet af fortsatte pengepolitiske lempelser fra Den Europæiske Centralbank, en forbedret konkurrenceevne drevet af en svækket EUR over for USD og lempelige finansielle vilkår. Det japanske aktiemarked leverede igen et højt afkast, idet den japanske regering fortsat understøttede den økonomiske aktivitet i kombination med, at regeringen gennemførte relevante strukturreformer. Omvendt leverede de nye markeder et svagt afkast som følge af usikkerhed om udviklingen i den økonomiske vækst og faldende råvarepriser.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 2,53 procentpoint lavere end ændringen på det globale aktiemarked.

Andelsklassens positive afkast blev skabt i forskellige regioner og investeringssegmenter. På regionsniveau kom det største bidrag til resultatet fra investeringer på de europæiske aktiemarkeder, mens aktier fra de nye markeder trak mest ned i det samlede afkast. Blandt investeringssegmenter var det største, positive bidrag fra forskellige strategier i Europa og Japan.

Særlige risici i forbindelse med markedsudviklingen i 2016

Den økonomiske vækst i verdensøkonomien, herunder væksten i de udviklede markeder USA, Europa og Japan, er fortsat understøttet af en særdeles lempelig pengepolitik fra centralbankernes side. I Europa er den økonomiske udvikling positivt påvirket af de lave renteniveauer, en fortsat svækket EUR i forhold til USD samt lempelige finansielle vilkår. Modsat er situationen i amerikansk økonomi negativt påvirket af den stærke USD, indenlandskorienteret vækst, der udvikler sig positivt, samt den amerikanske centralbanks nyligt påbegyndte forhøjelse af de ledende renter. Usikkerheden i forhold til såvel timingen som omfanget af renteforhøjelserne i USA, en fortsat lempelig pengepolitik i Europa og Japan samt et fald i den økonomiske aktivitet vil kunne slå negativt igennem på det globale og europæiske aktiemarked.

Udviklingen på råvaremarkederne og i særdeleshed olieprisen kan få såvel positive som negative afledte effekter på aktiemarkederne. Generelt er faldende råvarepriser gun-

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Januar 2014

Risikoindikator (1-7): 6

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060518397

Porteføljerådgiver: Danske Capital - Sampo Bank Finland

Landefordeling

USA 35,6%

Danmark 14,4%

Frankrig 5,0%

Irland 4,6%

Storbritannien 4,6%

Øvrige inkl. likvide 35,8%

Nøgletal

Sharpe Ratio 0,91

Standardafvigelse 13,89

Active share 70,15

Global Equity Solution FIN, osuuslaji EUR W

Andelsklasse under Global Equity Solution 2 – Akk. KL

stigt for Europas økonomiske vækst og verdensøkonomien. Det vil dog samtidig få negative konsekvenser for olie- og råvaresektorerne, som presses på indtjeningen, og dermed skabe usikkerhed om den fremtidige indtjeningsudvikling. Et kraftigt fald i råvaremarkederne og olieprisen kan øge risikoaversionen.

De globale aktiemarkeder er steget pænt de senere år blandt andet som følge af høj indtjening i selskaberne. Hvis der opstår usikkerhed om holdbarheden af denne indtjening f.eks. som følge af den geopolitiske udvikling i Europa og Mellemøsten eller den økonomiske vækst i de nye markeder, vil usikkerheden øges.

Da andelsklassen er stærkt overvægtet i små og mellemstore selskaber, er en væsentlig risiko, at små og mellemstore selskaber præsterer dårligere end de større selskaber.

Forventninger til markedet samt strategi

Den underliggende udvikling i verdensøkonomien er fortsat positiv, og særligt europæisk økonomi oplever en pæn vækst. Der forventes fortsat en pæn udvikling i den økonomiske vækst i USA, men væksten vil blive påvirket af fortsatte stramninger af pengepolitikken i 2016. Modsat er det økonomiske miljø i Europa understøttende for udviklingen på aktiemarkederne, som kombineret med en indtjeningsudvikling med fortsat positivt potentiale og en rimelig prisfastsættelse understøtter vores forventninger. Vi forventer derfor moderat positive afkast på globale aktier baseret på en positiv udvikling i verdensøkonomien med vækstmodvind i USA drevet af en styrket USD og rentestigninger. I Europa forventer vi vækstmodvind drevet af en svækket EUR over for USD samt fortsat lave råvarepriser, som er understøttende for privatforbruget samt en stabilisering af udviklingen i de nye markeder.

Den nuværende strategi med en kraftig overvægt i små og mellemstore selskaber forventes opretholdt i 2016. På længere sigt forventes små og mellemstore selskaber fortsat at klare sig bedre end større selskaber.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af interessante segmenter af aktiemarkedet. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast. Afkastet kan dog blive negativt, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Global Equity Solution FIN, osuuslaji EUR W

Andelsklasse under Global Equity Solution 2 – Akk. KL

Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	-	2014	2015
Afkast i EUR (pct.)*	-	-	-	16,67	6,23
Indre værdi (EUR pr. andel)	-	-	-	11,67	12,39
Nettoreultat (t.EUR)*	-	-	-	44.505	38.296
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	1,49	1,49
Medlemmernes formue (t.EUR)	-	-	-	530.513	531.560
Antal andele	-	-	-	45.472.722	42.892.366
Stykstørrelse i EUR	-	-	-	10	10

* 2014 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 EUR	1.1.-31.12.2015	15.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	46.349	47.505
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	8.053	3.001
Klassens resultat	38.296	44.505
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 EUR		
Medlemmernes formue primo	530.513	0
Emissioner i året	121.045	503.237
Indløsninger i året	÷ 158.294	÷ 17.229
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	0	0
Overførsel af periodens resultat	38.296	44.505
Medlemmernes formue ultimo	531.560	530.513
Antal andele		
Andele primo året	45.472.722	0
Emissioner i året	9.644.597	47.055.129
Indløsninger i året	÷ 12.224.952	÷ 1.582.407
Andele ultimo året	42.892.366	45.472.722

Global Restricted

Investerer globalt i aktier. Investeringerne er underlagt særlige etiske restriktioner. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerne afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer globalt i aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko mod udviklingen i globale aktier og valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er 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 risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 5 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et afkast på 11,56 pct., mens benchmark steg 10,70 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og det opnåede afkast har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøgletal som stigende beskæftigelse, fortsat lave renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

I 2015 var der positive afkast fra både USA, Europa og Japan. Det positive afkast i USA kan hovedsageligt tilskrives en styrkelse af USD, da amerikanske aktier for første gang i adskillige år leverede en flad udvikling målt i USD, hvilket blandt andet var drevet af en høj prisfastsættelse, en styrket USD, en mindre positiv indtjeningsudvikling samt en pengepolitisk stramning fra den amerikanske centralbank i december 2015. Det europæiske aktiemarked var understøttet af fortsatte pengepolitiske lempelser fra Den Europæiske Centralbank, en forbedret konkurrenceevne drevet af en svækket EUR over for USD og lempelige finansielle vilkår. Det japanske aktiemarked leverede igen et højt afkast, idet den japanske regering fortsat understøttede den økonomiske aktivitet i kombination med, at regeringen gennemførte relevante strukturreformer. Omvendt leverede de nye markeder et svagt afkast som følge af usikkerhed om udviklingen i den økonomiske vækst og faldende råvarepriser.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast i 2015 var 0,86 procentpoint højere end ændringen i benchmark.

Japanske aktier var en af de regioner, der gav det største afkast i 2015. Derfor trak afdelingens store eksponering mod japanske aktier op i årets afkast.

Afdelingens eksponering til europæiske cykliske aktier i første halvår 2015 bidrog særdeles positivt, da positionerne gav et højere afkast end det europæiske aktiemarked. Afdelingens eksponering til europæiske banker har i fjerde kvartal bidraget negativt til årets relative afkast, hvilket skyldtes skuffelse i bankernes netto renteindtjening.

Afdelingen er aktivt styret, men har en active share under 50. Afdelingens omkostninger er tilpasset afdelingens lavere aktivitetsniveau, således at afdelingen kan opfylde sin målsætning om at opnå et afkast, der er højere end afkastet på benchmark.

Afdelingens profil

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Maj 2010
Risikoindikator (1-7): 5
Benchmark: MSCI World inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0060229284
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Landefordeling

USA	50,4%
Japan	8,8%
Storbritannien	5,7%
Frankrig	4,9%
Schweiz	4,2%
Øvrige inkl. likvide	26,0%

Nøgletal

Sharpe Ratio	1,15
Standardafvigelse	11,41
Tracking error	3,86
Information Ratio	-0,30
Sharpe Ratio (benchm.)	1,28
Standardafvigelse (benchm.)	11,16
Active share	41,75

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Global Restricted

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Den økonomiske vækst i verdensøkonomien, herunder væksten i de udviklede markeder USA, Europa og Japan, er fortsat understøttet af en særdeles lempelig pengepolitik fra centralbankernes side. I Europa er den økonomiske udvikling positivt påvirket af de lave renteniveauer, en fortsat svækket EUR i forhold til USD samt lempelige finansielle vilkår. Modsat er situationen i amerikansk økonomi negativt påvirket af den stærke USD, indenlandskorienteret vækst, der udvikler sig positivt, samt den amerikanske centralbanks nyligt påbegyndte forhøjelse af de ledende renter. Usikkerheden i forhold til såvel timingen som omfanget af renteforhøjelserne i USA, en fortsat lempelig pengepolitik i Europa og Japan samt et fald i den økonomiske aktivitet vil kunne slå negativt igennem på det globale og europæiske aktiemarked.

Udviklingen på råvaremarkederne og i særdeleshed olieprisen kan få såvel positive som negative afledte effekter på aktiemarkedene. Generelt er faldende råvarepriser gunstigt for Europas økonomiske vækst og verdensøkonomien. Det vil dog samtidig få negative konsekvenser for olie- og råvaresektorerne, som presses på indtjeningen, og dermed skabe usikkerhed om den fremtidige indtjeningsudvikling. Et kraftigt fald i råvaremarkederne og olieprisen kan øge risikoaversionen.

De globale aktiemarkeder er steget pænt de senere år blandt andet som følge af høj indtjening i selskaberne. Hvis der opstår usikkerhed om holdbarheden af denne indtjening f.eks. som følge af den geopolitiske udvikling i Europa og Mellemøsten eller den økonomiske vækst i de nye markeder, vil usikkerheden øges.

Afdelingen lå ved årets udgang eksponeret til både europæiske og amerikanske banker. De største risici i 2016 ved nuværende eksponering er derfor regulering inden for banksektoren og en skuffelse i væksten af lån.

Forventninger til markedet samt strategi

Den underliggende udvikling i verdensøkonomien er fortsat positiv, og særligt europæisk økonomi oplever en pæn vækst. Der forventes fortsat en pæn udvikling i den økonomiske vækst i USA, men væksten vil blive påvirket af fortsatte stramninger af pengepolitikken i 2016. Modsat er det økonomiske miljø i Europa understøttende for udviklingen på aktiemarkedene, som kombineret med en indtjeningsudvikling med fortsat positivt potentiale og en rimelig prisfastsættelse understøtter vores forventninger. Vi forventer derfor moderat positive afkast på globale aktier baseret på en positiv udvikling i verdensøkonomien med vækstmodvind i USA drevet af en styrket USD og rentestigninger. I Europa forventer vi vækstmedvind drevet af en svækket EUR over for USD samt fortsat lave råvarepriser, som er understøttende for privatforbruget samt en stabilisering af udviklingen i de nye markeder.

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

Ved årets udgang er afdelingen fordelt med 21 pct. i indekse-rede amerikanske aktier, 6 pct. i amerikanske it-selskaber, 12 pct. i den amerikansk risikopræmiestrategi, 5 pct. i amerikanske banker, 16 pct. i indekse-rede europæiske aktier, 19 pct. i globale aktier, 7 pct. i japanske aktier, 7 pct. i eurozone-banker og 7 pct. i øvrige aktier.

Den seneste allokering i afdelingen var til amerikanske banker. Amerikanske banker er eksponeret mod en økonomi samt boligmarked i forbedring. Ydermere forventes bankerne at drage fordel af bedre nettorenteindtjening, efter at den amerikanske central bank har hævet renten.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af særlige segmenter af aktiemarkedet. For 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Global Restricted

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	8	9	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	39	0	Indestående i depotselskab	7.433	23.168
3 Udbytter	12.971	19.463	I alt likvide midler	7.433	23.168
I alt renter og udbytter	12.940	19.472	Kapitalandele:		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. aktier fra DK selskaber	5.600	16.553
Kapitalandele	71.834	80.226	Not. aktier fra udl. selskaber	505.653	632.473
Valutakonti	3.721	2.086	Unot. køb.andele fra udl. selsk.	244	0
Øvrige aktiver/passiver	47	5	I alt kapitalandele	511.497	649.026
5 Handelsomkostninger	÷995	÷463	Andre aktiver:		
I alt kursgevinster og -tab	74.606	81.854	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	463	328
I alt indtægter	87.546	101.326	Aktuelle skatteaktiver	1.190	1.032
6 Administrationsomkostninger	6.852	9.531	I alt andre aktiver	1.653	1.360
Resultat før skat	80.694	91.795	Aktiver i alt	520.583	673.554
7 Skat	1.158	1.181	Passiver		
Årets nettoresultat	79.536	90.615	9 Medlemmernes formue	520.551	668.207
Overskudsdisponering			Anden gæld:		
Foreslået udlodning	190.697	20.577	Skyldige omkostninger	32	512
Overført til udlodning næste år	133	185	Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	4.836
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	190.831	20.762	I alt anden gæld	32	5.347
Overført til formuen	÷111.295	69.853	Passiver i alt	520.583	673.554
I alt disponeret	79.536	90.615			

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	÷5,94	14,63	15,42	15,51	11,56
Benchmarkafkast (pct.)	÷4,50	14,79	17,49	18,39	10,70
Indre værdi (DKK pr. andel)	104,26	119,51	134,94	155,88	169,52
Nettoresultat (t.DKK)	÷28.588	32.405	63.016	90.615	79.536
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	2,75	0,00	4,80	62,10
Administrationsomkostninger (pct.)	1,58	1,51	1,55	1,56	1,29
ÅOP	1,88	1,80	1,90	1,89	1,25
Omsætningshastighed (antal gange)	0,15	0,14	0,26	0,24	1,14
Medlemmernes formue (t.DKK)	152.285	431.343	551.777	668.207	520.551
Antal andele	1.460.650	3.609.153	4.088.983	4.286.792	3.070.812
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

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

	2015	2014
Indestående i depotselskab	8	9
I alt renteindtægter	8	9

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Andre renteudgifter	39	0
I alt renteudgifter	39	0

NOTE 3: UDBYTTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	231	329
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	12.731	19.135
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	9	0
I alt udbytter	12.971	19.463

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	6.079	4.597
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	65.765	75.629
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	+10	0
Valutakonti	3.721	2.086
Øvrige aktiver/passiver	47	5
Handelsomkostninger	+995	+463
I alt kursgevinster og -tab	74.606	81.854

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	+1.325	+961
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	329	497
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+995	+463

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015		2014	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	54	19
Managementonorar	6.076	0	8.609	0
Fast administrationsonorar	775	0	849	0
I alt opdelte adm.omk.	6.852	0	9.512	19
I alt adm.omkostninger		6.852		9.531

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationsonorar og et managementonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationsonoraret udgør et "fast administrationsonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationsonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK

	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	1.158	1.181
I alt skat	1.158	1.181

NOTE 8: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK 2015 2014

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING

	2015	2014
Renter og udbytter	12.940	19.472
Ikke refunderbar udbytteskat	+1.158	+1.181
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	+76	+359
Kursgevinst til udlodning	182.315	20.070
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	3.410	+651
Udlodning overført fra sidste år	185	+7.108
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	197.616	30.243
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	6.852	9.531
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	67	49
I alt til rådighed for udlodning, netto	190.831	20.762

NOTE 9: MEDLEMMERNES FORMUE 2015 2014

	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	4.286.792	668.207	4.088.983	551.777
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		+20.577		0
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		7.107		0
Emissioner i året	586.301	98.252	1.255.175	178.656
Indløsninger i året	+1.802.281	+312.732	+1.057.366	+153.246
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		758		405
Foreslået udlodning		190.697		20.577
Overførsel af periodens resultat		+111.295		69.853
Overført til udlodning næste år		133		185
I alt medlemmernes formue	3.070.812	520.551	4.286.792	668.207

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN 2015 2014

Finansielle instrumenter i pct.

	2015	2014
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,2	97,1
I alt finansielle instrumenter	98,3	97,1
Øvrige aktiver og passiver	1,7	2,9
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
Danske Bank	213	0

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

Global StockPicking Restricted – 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 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer globalt i aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko mod udviklingen i globale aktier. Afdelingen afdækker valutarisici mod NOK, så udsving i valutakurserne har en begrænset påvirkning på afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til eksponering mod udlandet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder/emerging markets 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 6 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et negativt afkast på 2,55 pct. målt i EUR, mens benchmark faldt 5,60 pct. målt i EUR. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men det opnåede afkast har ikke indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund effekten af valutasikring mod NOK.

Markedet

Valutasikringen mod NOK medførte en forskel på 14,36 procentpoint i markedsafkastet i forhold til markedsafkastet uden valutasikring. Den svage NOK over for EUR fik derfor stor indflydelse på markedsafkastet. Ses der bort fra denne valutasikring, var der positive afkast fra både USA, Europa og Japan. Det positive afkast i USA kan hovedsageligt tilskrives en styrkelse af USD, da amerikanske aktier for første gang i adskillige år leverede en flad udvikling målt i USD, hvilket blandt andet var drevet af en høj prisfastsættelse, en styrket USD, en mindre positiv indtjeningsudvikling samt en pengepolitisk stramning fra den amerikanske centralbank i december 2015. Det europæiske aktiemarked var understøttet af fortsatte pengepolitiske lempelser fra Den Europæiske Centralbank, en forbedret konkurrenceevne drevet af en svækket EUR over for USD og lempelige finansielle vilkår. Det japanske aktiemarked leverede igen et højt afkast, idet den japanske regering fortsat understøttede den økonomiske aktivitet i kombination med at gennemføre relevante strukturreformer. Omvendt leverede de nye markeder svagt afkast som følge af usikkerhed om udviklingen i den økonomiske vækst og faldende råvarepriser.

Vurdering af afdelingens resultat

Sektorfordelingen bidrog samlet set positivt til afdelingens merafkast i 2015. Afdelingens begrænsede investeringer inden for energisektoren og betydelige investeringer inden for sundhedssektoren bidrog især positivt til merafkastet. Modsat bidrog især vores investeringer inden for industri-sektoren og forbrugsgoder negativt til merafkastet i 2015.

Aktieudvælgelsen bidrog overordnet positivt. Det var især afdelingens investeringer i det amerikanske sundhedsforsikringsselskab United Healthcare Group, danske Novo Nordisk og den italienske dækproducent Pirelli, der bidrog positivt.

Modsat var afdelingens investeringer i Pearson, som producerer og sælger uddannelsesmaterialer, verdens største cementproducent LafargeHolcim samt japanske Omron, der fremstiller komponenter til automatisering af industriprodukter, negative bidragsydere til afdelingens merafkast i 2015.

Afdelingens 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	43,9%
Japan	8,0%
Schweiz	7,9%
Storbritannien	7,0%
Tyskland	5,3%
Øvrige inkl. likvide	27,9%

Nøgletal

Sharpe Ratio	0,12
Standardafvigelse	14,99
Tracking error	4,05
Information Ratio	0,08
Sharpe Ratio (benchm.)	0,10
Standardafvigelse (benchm.)	15,50
Active share	93,41

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Global StockPicking Restricted – Accumulating KL

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Den økonomiske vækst i verdensøkonomien, herunder væksten i de udviklede markeder USA, Europa og Japan, er fortsat understøttet af en særdeles lempelig pengepolitik fra centralbankernes side. I Europa er den økonomiske udvikling positivt påvirket af de lave renteniveauer, en fortsat svækket EUR i forhold til USD samt lempelige finansielle vilkår. Modsat er situationen i amerikansk økonomi negativt påvirket af den stærke USD, indenlandskorienteret vækst, der udvikler sig positivt, samt den amerikanske centralbanks nyligt påbegyndte forhøjelse af de ledende renter. Usikkerheden i forhold til såvel timingen som omfanget af renteforhøjelserne i USA, en fortsat lempelig pengepolitik i Europa og Japan samt et fald i den økonomiske aktivitet vil kunne slå negativt igennem på det globale og europæiske aktiemarked.

Udviklingen på råvaremarkederne og i særdeleshed olieprisen kan få såvel positive som negative afledte effekter på aktiemarkedene. Generelt er faldende råvarepriser gunstigt for Europas økonomiske vækst og verdensøkonomien. Det vil dog samtidig få negative konsekvenser for olie- og råvaresektorerne, som presses på indtjeningen, og dermed skabe usikkerhed om den fremtidige indtjeningsudvikling. Et kraftigt fald i råvaremarkederne og olieprisen kan øge risikoaversionen.

De globale aktiemarkeder er steget pænt de senere år blandt andet som følge af høj indtjening i selskaberne. Hvis der opstår usikkerhed om holdbarheden af denne indtjening f.eks. som følge af den geopolitiske udvikling i Europa og Mellemøsten eller den økonomiske vækst i de nye markeder, vil usikkerheden øges.

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

Forventninger til markedet samt strategi

Den underliggende udvikling i verdensøkonomien er fortsat positiv, og særligt europæisk økonomi oplever en pæn vækst. Der forventes fortsat en pæn udvikling i den økonomiske vækst i USA, men væksten vil blive påvirket af fortsatte stramninger af pengepolitikken i 2016. Modsat er det økonomiske miljø i Europa understøttende for udviklingen på aktiemarkedene, som kombineret med en indtjeningsudvikling med fortsat positivt potentiale og en rimelig prisfastsættelse understøtter vores forventninger. Vi forventer derfor moderat positive afkast på globale aktier baseret på en positiv udvikling i verdensøkonomien med vækstmodvind i USA drevet af en styrket USD og rentestigninger. I Europa forventer vi vækstmedvind drevet af en svækket EUR over for USD samt fortsat lave råvarepriser, som er understøttende for privatforbruget samt en stabilisering af udviklingen i de nye markeder.

Vi fastholder som udgangspunkt afdelingens nuværende balance med betydelige investeringer i sektorerne sundhed, diskretionært forbrug, informationsteknologi og stabilt forbrug, mens vi indtil videre har en undervægt inden for telekommunikation og energi, ligesom vi har fravalgt investeringer i forsyningssektoren.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Global StockPicking Restricted – Accumulating

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1	Renteindtægter	4	1		
2	Renteudgifter	7	0		
3	Udbytter	7.524	10.357	Likvide midler:	
	I alt renter og udbytter	7.522	10.359	Indestående i depotselskab	15.755
				I alt likvide midler	15.755
4	Kursgevinster og -tab:			Kapitalandele:	
	Kapitalandele	30.634	42.159	Not. aktier fra DK selskaber	10.470
	Afledte finansielle instr.	÷47.838	÷48.327	Not. aktier fra udl. selskaber	341.291
	Valutakonti	2.269	4.025	I alt kapitalandele	351.761
	Øvrige aktiver/passiver	25	15	Afl. finansielle instr.:	
5	Handelsomkostninger	÷362	÷344	Unot. afl. finansielle instr.	812
	I alt kursgevinster og -tab	÷15.271	÷2.472	I alt afledte finansielle instr.	812
	I alt indtægter	÷7.749	7.887	Andre aktiver:	
6	Administrationsomkostninger	5.603	4.944	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	199
	Resultat før skat	÷13.352	2.943	Aktuelle skatteaktiver	847
				I alt andre aktiver	1.046
7	Skat	775	650	Aktiver i alt	369.375
	Årets nettoresultat	÷14.127	2.293		337.610
	Overskudsdisponering			Passiver	
	Overført til formuen	÷14.127	2.293	8 Medlemmernes formue	345.626
	I alt disponeret	÷14.127	2.293	Afledte finansielle instrumenter:	
				Unot. afl. finansielle instr.	23.720
				I alt afledte finansielle instr.	23.720
				Anden gæld:	
				Skyldige omkostninger	29
				Mellemvær. vedr. handelsafv.	0
				I alt anden gæld	29
				Passiver i alt	369.375
					337.610

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast i EUR (pct.)*	÷7,08	22,89	7,61	1,05	÷2,55
Benchmarkafkast i EUR (pct.)*	-	21,86	10,32	0,77	÷5,60
Indre værdi (EUR pr. andel)	92,92	114,19	122,88	124,17	121,01
Nettoresultat (t.DKK)*	÷6.941	58.492	21.295	2.293	÷14.127
Administrationsomkostninger (pct.)	1,62	1,56	1,56	1,56	1,55
ÅOP	2,02	1,73	1,75	1,74	1,73
Omsætningshastighed (antal gange)*	0,15	0,25	0,33	0,33	0,42
Medlemmernes formue (t.DKK)	249.234	309.727	299.580	303.396	345.626
Antal andele	360.892	363.550	326.785	328.138	382.741
Stykstørrelse i EUR	100	100	100	100	100

* 2011 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Global StockPicking Restricted – 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

	2015	2014
Indestående i depotselskab	4	1
I alt renteindtægter	4	1

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Andre renteudgifter	7	0
I alt renteudgifter	7	0

NOTE 3: UDBYTTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	140	180
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	7.385	10.177
I alt udbytter	7.524	10.357

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	4.142	2.560
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	26.492	39.599
Terminsfremtidsforretninger/futures m.m.	÷47.838	÷48.327
Valutakonti	2.269	4.025
Øvrige aktiver/passiver	25	15
Handelsomkostninger	÷362	÷344
I alt kursgevinster og -tab	÷15.271	÷2.472

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷445	÷402
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	84	58
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷362	÷344

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015		2014	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	1	0	30	10
Managementhonorar	5.060	0	4.464	0
Fast administrationshonorar	542	0	439	0
I alt opdelte adm.omk.	5.603	0	4.934	10
I alt adm.omkostninger		5.603		4.944

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK

	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	775	650
I alt skat	775	650

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE

	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	328.138	303.396	326.785	299.580
Emissioner i året	54.603	56.276	18.579	17.659
Indløsninger i året	0	0	÷17.226	÷16.173
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		81		37
Overførsel af periodens resultat		÷14.127		2.293
I alt medlemmernes formue	382.741	345.626	328.138	303.396

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle instrumenter i pct.

	2015	2014
Børsnoterede finansielle instrumenter	101,8	106,4
Øvrige finansielle instrumenter	÷6,6	÷10,1
I alt finansielle instrumenter	95,1	96,4
Øvrige aktiver og passiver	4,9	3,6
I alt	100,0	100,0

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

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 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i obligationer udstedt i danske kroner eller euro, hvor 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 eventuelle valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er 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 2015 et negativt afkast på 0,38 pct., mens benchmark faldt 0,04 pct. Afdelingens afkast var i underkanten af det forventede afkast ved årets start, men tilfredsstillende set i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter.

Markedet

Set fra dansk side har der været to store valutariske begivenheder i 2015 - den danske fastkurspolitik og de pengepolitiske lempelser fra ECB. Den schweiziske nationalbank besluttede den 15. januar 2015 at ophæve fastkurspolitik-

ken over for EUR, hvilket medførte en del fokus på Danmarks fastkurspolitik mod EUR, og der blev spekuleret i, om DKK kunne blive styrket markant, som det skete for schweizerfrancen. På denne baggrund valgte mange indenlandske investorer at kurssikre sig, hvilket var med til at forstærke det opadgående pres på kronen. Nationalbanken forsvarede aktivt kronens kurs med store interventioner i valutamarke- det, stop for udstedelse af statsobligationer og rentenedsæt- telser. Nationalbanken kunne ved udgangen af 2015 notere sig, at kronen forblev stabil hen over året, og at de formåede at sikre fastkurspolitikken. Disse tiltag var medvirkende til, at renterne på korte obligationer faldt gennem året, mens ren- terne på lange obligationer var uforandret til svagt stigende. Statsobligationer klarede sig gennem året gennemsnitligt bedre end realkreditobligationer, da implementeringen af nye myndighedskrav til blandt andet bankerne medførte et øget incitament til at investere i statsobligationer i 2015.

Renten på en 2-årig statsobligation faldt hen over året med 0,5 procentpoint og endte året i -0,54 pct., mens renten på den toneangivende danske statsobligation 1,5% 2023 steg med 0,05 procentpoint til 0,59 pct.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,34 procentpoint lavere end ændrin- gen i benchmark. Rentefaldet i de korte renter medførte generelt de højeste afkast på afdelingens beholdning af korte obligationer. I den modsatte retning trak beholdningen af specielt lange lav kupon realkreditobligationer, som blev svækket af dels svagt stigende lange renter og dels en udvi- delse af renteforskellen mellem stats- og realkreditobligati- oner som følge af blandt andet øget myndighedsregulering. En af afdelingens bedste investeringer var beholdningen af 3,5% 30-årige konverterbare, som gennem året gav et afkast på ca. 1,1 pct. I den modsatte retning trak beholdningen af lange konverterbare lav kupon realkreditobligationer, der gav et negativt afkast på mellem 2 og 4 pct.

Gennem året havde afdelingen en overvægt af realkreditob- ligationer og en tilsvarende undervægt af statsobligationer, hvilket bidrog negativt til det relative afkast, da realkredi- toblicationer i gennemsnit klarede sig dårligere end stats- obligationer. Afdelingen havde ved indgangen til året en

Afdelingens profil

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: November 1999
Risikoindikator (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	10,1%
1-3 år	43,4%
3-5 år	16,1%
5-10 år	13,3%
Over 10 år	14,1%
Øvrige inkl. likvide	3,0%

Nøgletal

Sharpe Ratio	1,07
Standardafvigelse	1,34
Tracking error	0,93
Information Ratio	0,30
Sharpe Ratio (benchm.)	0,61
Standardafvigelse (benchm.)	1,88

Kommuner 4

lavere renterisiko end benchmark, men i takt med at de lange renter steg hen over foråret, blev varigheden forøget til lidt over benchmark. Varigheden i starten af året bidrog negativt til det relative afkast, mens den i den sidste halvdel af året bidrog positivt.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Verdens centralbanker har gennem de senere år holdt renterne på et ekstremt lavt niveau. Den amerikanske centralbank har dog signaleret en ende på den meget lempelige pengepolitik ved som ventet at hæve renten med 0,25 pct. i december 2015. Den Europæiske Centralbank har dog omvendt signaleret yderligere pengepolitiske tiltag, hvilket primært er en forlængelse af deres opkøbsprogram med det formål at holde renterne på et lavt niveau. En bedring af de økonomiske udsigter vil medføre et opadgående pres på renterne. Det kan påvirke afdelingens afkast negativt. Omvendt vil en svagere økonomisk vækst og inflation kunne forlænge centralbankernes lempelige pengepolitik og herved påvirke afkastet i positiv retning.

Den økonomiske udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren samt huspriserne, vil ligeledes have betydning for investorernes afkast. Det danske renteniveau er set i et historisk perspektiv meget lavt, og selv en svag rentestigning vil derfor kunne mindske afdelingens afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

I lyset af ECB's opkøb forventer vi, at renterne forbliver lave en rum tid endnu, men samtidig at Danmarks Nationalbank hæver renten i løbet af første kvartal. Afdelingen har en overvægt af realkreditobligationer og en svag overvægt af renterisiko set i forhold til benchmark. Vi forventer, at rentespændet på realkreditobligationerne indsnævres i 2016, og at realkreditobligationerne derfor giver et højere afkast end statsobligationer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 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, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Kommuner 4

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	17.944	21.856	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	89	0	Indestående i depotselskab	5.294	1.868
I alt renter og udbytter	17.855	21.856	I alt likvide midler	5.294	1.868
3 Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
Obligationer	÷17.521	15.899	Not. obl. fra danske udstedere	1.044.125	957.290
Afledte finansielle instr.	0	23	I alt obligationer	1.044.125	957.290
4 Handelsomkostninger	0	0	Andre aktiver:		
I alt kursgevinster og -tab	÷17.521	15.921	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	4.760	5.299
I alt indtægter	335	37.777	I alt andre aktiver	4.760	5.299
5 Administrationsomkostninger	3.261	3.306	Aktiver i alt	1.054.179	964.457
Resultat før skat	÷2.926	34.471	Passiver		
Skat	0	0	7 Medlemmernes formue	1.049.368	933.327
Årets nettoresultat	÷2.926	34.471	Anden gæld:		
Overskudsdisponering			Skyldige omkostninger	34	177
Foreslået udlodning	20.733	20.482	Mellemvær. vedr. handelsafv.	4.777	30.954
Udbetalt acontoudlodning	8.756	9.060	I alt anden gæld	4.811	31.131
Overført til udlodning næste år	462	478	Passiver i alt	1.054.179	964.457
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	29.951	30.020			
Overført til formuen	÷32.878	4.451			
I alt disponeret	÷2.926	34.471			

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	5,13	4,37	1,39	3,59	÷0,38
Benchmarkafkast (pct.)	6,20	2,92	÷0,59	4,39	÷0,04
Indre værdi (DKK pr. andel)	103,43	104,88	103,62	104,80	101,23
Nettoresultat (t.DKK)	58.181	52.889	15.054	34.471	÷2.926
Udbytte (DKK pr. andel)	3,25	2,75	2,70	3,30	2,90
Administrationsomkostninger (pct.)	0,33	0,34	0,33	0,34	0,34
ÅOP	0,46	0,47	0,43	0,44	0,37
Omsætningshastighed (antal gange)	0,20	0,22	0,11	0,09	0,24
Medlemmernes formue (t.DKK)	1.269.590	1.232.231	1.026.452	933.327	1.049.368
Antal andele	12.274.536	11.749.306	9.906.306	8.905.387	10.366.540
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	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	17.722	21.856
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	222	0
I alt renteindtægter	17.944	21.856

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	89	0
I alt renteudgifter	89	0

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	÷ 17.524	15.899
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	3	0
Renteopretninger	0	23
I alt kursgevinster og -tab	÷ 17.521	15.921

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	0	0
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	0	0

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015		2014	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	32	35
Managementhonorar	2.302	0	2.358	0
Fast administrationshonorar	959	0	881	0
I alt opdelte adm.omk.	3.261	0	3.271	35
I alt adm.omkostninger		3.261		3.306

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for deponeringsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 6: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK	2015	2014
--	------	------

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING

Renter og udbytter	17.855	21.856
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	89	0
Kursgevinst til udlodning	11.954	11.880
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	3.125	÷ 1.034
Udlodning overført fra sidste år	478	551
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	33.501	33.253
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	3.261	3.306
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷ 289	74
I alt til rådighed for udlodning, netto	29.951	30.021

NOTE 7: MEDLEMMERNES FORMUE	2015		2014	
-----------------------------	------	--	------	--

	Antal andele		Formueværdi	
	i 1.000 DKK		i 1.000 DKK	
Medlemmernes formue primo	8.905.387	933.327	9.906.306	1.026.452
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷ 20.482		÷ 14.859
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		288		954
Emissioner i året	2.545.694	258.071	365.032	38.124
Indløsninger i året	÷ 1.084.541	÷ 110.579	÷ 1.365.951	÷ 142.947
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		427		193
Foreslået udlodning		20.733		20.482
Overførsel af periodens resultat		÷ 32.878		4.451
Overført til udlodning næste år		462		478
I alt medlemmernes formue	10.366.540	1.049.368	8.905.387	933.327

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2015	2014
--------------------------------	------	------

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	99,5	102,6
I alt finansielle instrumenter	99,5	102,6
Øvrige aktiver og passiver	0,5	÷ 2,6
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallevej 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 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer i danske 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, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er 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 risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 3 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et negativt afkast på 0,46 pct., mens benchmark faldt 0,61 pct. Afdelingens afkast var tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men det opnåede afkast har ikke indfriet vores forventning om et lavt, men positivt, afkast. Det skyldtes svagt stigende statsrenter, en udvidelse af merrenten på virksomhedsobligationer med

høj kreditkvalitet i forhold til tilsvarende statsobligationer samt en udvidelse af renteforskellen mellem stats- og realkreditobligationer.

Markedet

2015 var et meget begivenhedsrigt år på det danske obligationsmarked. Den Europæiske Centralbank (ECB) annoncerede i starten af året et historisk stort opkøbsprogram af statsobligationer. Formålet var at presse renterne ned, styrke den økonomiske vækst og sætte gang i den historisk lave inflation. Det medførte en dansk valutakrise med en styrkelse af DKK. Nationalbanken var herefter tvunget til i fire omgange at sænke indskudsbevisrenten til rekordlave -0,75 pct. for at mindske indstrømningen af valuta til Danmark.

Resten af året var præget af uro i relation til valget i Grækenland, faldende økonomisk vækst i Kina samt faldende råvarepriser, hvor ikke mindst den faldende oliepris skabte udfordringer for mange selskaber.

Den økonomiske vækst overraskede positivt i Europa, omend inflationen fortsat var lav og under ECB's ønskede niveau. Sidst på året nedsatte ECB den pengepolitiske rente og forlængede de månedlige opkøb af europæiske statsobligationer, mens den amerikanske centralbank hævede renten for første gang i næsten 10 år, hvilket den danske nationalbank også gjorde i fjerde kvartal for at begynde den lange vej mod normalisering af rente- og valutasisituationen i Danmark.

Merrenten på europæiske virksomhedsobligationer med høj kreditkvalitet i forhold til tilsvarende statsobligationer (kreditspænd) steg med 0,48 procentpoint i 2015.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,15 procentpoint højere end ændringen i benchmark. Rentefaldet på de korte renter betød generelt de højeste afkast på afdelingens beholdning af korte obligationer. I den modsatte retning trak beholdningen af specielt lange lav kupon realkreditobligationer, som blev svækket af dels svagt stigende lange statsrenter dels en

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Juli 2003

Risikoindikator (1-7): 3

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

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Varigheder

0-1 år	13,2%
1-3 år	33,3%
3-5 år	13,6%
5-10 år	27,1%
Over 10 år	9,0%
Øvrige inkl. likvide	3,8%

Nøgletal

Sharpe Ratio	1,12
Standardafvigelse	2,16
Tracking error	0,95
Information Ratio	0,32
Sharpe Ratio (benchm.)	0,81
Standardafvigelse (benchm.)	2,60

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Kommuner Europæiske Obligationer

udvidelse af renteforskellen mellem stats- og realkreditobligationer som følge af blandt andet øget myndighedsregulering. En af afdelingens bedste investeringer var beholdningen af 3,5% 30-årige konverterbare, som gennem året gav et afkast på ca. 1,1 pct. I den modsatte retning trak beholdningen af lange konverterbare lav kupon realkreditobligationer, der gav et negativt afkast på mellem 2 pct. og 4 pct.

Virksomhedsobligationer gav et positivt bidrag til det relative afkast, som primært kom fra en overvægt i forsikringssektoren og undervægt i basisindustri. Inden for virksomhedsobligationer gav papirvalget det største positive bidrag til det relative afkast, hvor særligt investeringer inden for forsikring, banker og forsyningsvirksomhed stod for de største bidrag, mens basisindustri bidrog negativt.

Gennem 2015 havde afdelingen en overvægt af realkreditobligationer og en tilsvarende undervægt af virksomhedsobligationer. Det bidrog positivt til det relative afkast, da realkreditobligationer i gennemsnit klarede sig bedre end tilsvarende virksomhedsobligationer.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Selvom ECB's opkøb af statsobligationer forventes at holde renterne lave i en længere periode, er der risiko for en afsmittende effekt fra de stigende amerikanske renter, da USA er noget længere fremme i vækscyklens end Europa. Det er svært at se, at de europæiske renter afkobler sig markant fra udviklingen i de amerikanske renter.

Markedet forventes præget af event-risici, som kan skabe både usikkerhed og udsving i 2016. Grækenland, Rusland, Kina, råvarepriser, generel usikkerhed om de nye markeder samt rente- og valutaudsving skabte usikkerhed og udsving i 2015, og de samme emner kan også give anledning til øget risiko i 2016.

Afdelingens investeringer i realkreditobligationer forventes at bidrage positivt til afdelingens afkast, da rentespændene forventes normaliseret, når Nationalbanken får normaliseret likviditeten og rentesituationen i Danmark.

Nye politiske spændinger samt stigende statsrenter i Europa kan med medføre en øget rikoaversion hos investorerne og højere kreditspænd på virksomhedsobligationer.

Forventninger til markedet samt strategi

I lyset af ECB's opkøb forventer vi, at renterne forbliver lave en rum tid endnu, men samtidig med at Nationalbanken hæver renten i løbet af første kvartal. Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi, og ved indgangen til året har afdelingen en overvægt af realkreditobligationer og en svag overvægt af renterisiko set i forhold til benchmark. Vi forventer, at rentespændet på realkreditobligationerne indsnævres i de kommende måneder, og at realkreditobligationerne derfor giver et højere afkast end statsobligationer.

Vi forventer, at der er basis for et positivt om end beskedent afkast på det europæiske marked for virksomhedsobligationer med høj kreditkvalitet. Det beror på vores forventning om uændret kreditspænd og en flad til svag stigning i de underliggende statsrenter.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Kommuner Europæiske Obligationer

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	2.815	3.216	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	25	0	Indestående i depotselskab	2.355	3.410
I alt renter og udbytter	2.790	3.216	I alt likvide midler	2.355	3.410
3 Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
Obligationer	÷3.551	2.338	Not. obl. fra danske udstedere	57.084	63.598
Afledte finansielle instr.	677	525	Not. obl. fra udl. udstedere	43.426	44.901
Valutakonti	62	116	I alt obligationer	100.510	108.499
4 Handelsomkostninger	÷25	÷29	Afl. finansielle instr.:		
I alt kursgevinster og -tab	÷2.837	2.950	Unot. afl. finansielle instr.	48	85
I alt indtægter	÷47	6.166	I alt afledte finansielle instr.	48	85
5 Administrationsomkostninger	595	566	Andre aktiver:		
Resultat før skat	÷643	5.601	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	950	1.150
Skat	0	0	I alt andre aktiver	950	1.150
Årets nettoresultat	÷643	5.601	Aktiver i alt	103.863	113.145
Overskudsdisponering			Passiver		
Foreslået udlodning	2.522	3.136	7 Medlemmernes formue	103.830	113.112
Udbetalt acontoudlodning	1.331	1.531	Afledte finansielle instrumenter:		
Overført til udlodning næste år	86	43	Unot. afl. finansielle instr.	27	1
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	3.939	4.710	I alt afledte finansielle instr.	27	1
Overført til formuen	÷4.581	891	Anden gæld:		
I alt disponeret	÷643	5.601	Skyldige omkostninger	6	33
			I alt anden gæld	6	33
			Passiver i alt	103.863	113.145

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	3,99	9,16	2,71	5,38	÷0,46
Benchmarkafkast (pct.)	4,93	7,68	0,32	7,08	÷0,61
Indre værdi (DKK pr. andel)	105,08	111,07	111,04	111,82	107,05
Nettoresultat (t.DKK)	6.005	12.850	2.867	5.601	÷643
Udbytte (DKK pr. andel)	3,50	3,25	5,10	4,60	3,80
Administrationsomkostninger (pct.)	0,51	0,51	0,51	0,52	0,51
ÅOP	0,70	0,72	0,66	0,66	0,59
Omsætningshastighed (antal gange)	0,04	0,22	0,19	0,22	0,26
Medlemmernes formue (t.DKK)	148.963	146.753	100.354	113.112	103.830
Antal andele	1.417.595	1.321.295	903.757	1.011.570	969.873
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

	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	1.337	1.553
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	1.478	1.663
I alt renteindtægter	2.815	3.216

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Andre renteudgifter	25	0
I alt renteudgifter	25	0

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	÷ 1.946	933
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	÷ 1.605	1.405
Terminforretninger/futures m.m.	606	÷ 128
Renteforretninger	70	652
Valutakonti	62	116
Handelsomkostninger	÷ 25	÷ 29
I alt kursgevinster og -tab	÷ 2.837	2.950

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷ 39	÷ 39
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	15	10
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷ 25	÷ 29

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015		2014	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	12	3
Managementhonorar	409	0	389	0
Fast administrationshonorar	187	0	162	0
I alt opdelte adm.omk.	595	0	562	3
I alt adm.omkostninger		595		566

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for deponeringsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 6: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK 2015 2014

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING

Renter og udbytter	2.790	3.216
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	25	0
Kursgevinst til udlodning	1.834	1.787
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	÷ 191	226
Udlodning overført fra sidste år	43	56
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	4.502	5.285
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	595	566
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	32	÷ 10
I alt til rådighed for udlodning, netto	3.939	4.710

NOTE 7: MEDLEMMERNES FORMUE 2015 2014

	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	1.011.570	113.112	903.757	100.354
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷ 3.136		÷ 3.254
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		÷ 291		÷ 130
Emissioner i året	188.303	20.880	141.813	15.873
Indløsninger i året	÷ 230.000	÷ 24.814	÷ 34.000	÷ 3.823
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		52		21
Foreslået udlodning		2.522		3.136
Overførsel af periodens resultat		÷ 4.581		891
Overført til udlodning næste år		86		43
I alt medlemmernes formue	969.873	103.830	1.011.570	113.112

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN 2015 2014

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	96,8	95,9
Øvrige finansielle instrumenter	0,0	0,1
I alt finansielle instrumenter	96,8	96,0
Øvrige aktiver og passiver	3,2	4,0
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
0,75 DANSKE BANK A/S 4/5-2015/2020	750	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.

Norske Aktier Restricted – Akkumulerende KL

Afdelingen investerer i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i, eller som har hovedaktivitet i, eller som er noteret på børser/markedspladser i Norge. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingen udbydes i en andelsklasse:

- Norske Aksjer Institusjon Restricted, klasse NOK I

Samlet regnskab omregnet til norske 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 norske kroner, findes også på de følgende sider.

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

Norske Aktier Restricted – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse		Balance	
9.6.-31.12.2015 1.000 NOK		31.12.2015 1.000 NOK	
Renter og udbytter:		Aktiver	
1	Renteindtægter	9	
2	Udbytter	320	
	I alt renter og udbytter	330	
3 Kursgevinster og -tab:		Likvide midler:	
	Kapitalandele	÷288	
	Valutakonti	3	
4	Handelsomkostninger	÷231	
	I alt kursgevinster og -tab	÷516	
	I alt indtægter	÷186	
5	Administrationsomkostninger	315	
	Resultat før skat	÷501	
6 Skat		5	
	Årets nettoresultat	÷506	
	Overskudsdisponering		
	Overført til formuen	÷506	
	I alt disponeret	÷506	
		Aktiver i alt	
		154.997	
		Passiver	
		7	Medlemmernes formue
			153.955
		Anden gæld:	
			Skyldige omkostninger
			41
			Mellemvær. vedr. handelsafv.
			1.001
			I alt anden gæld
			1.041
		Passiver i alt	
		154.997	

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	-	-	2015
Nettoresultat (t.NOK)*	-	-	-	-	÷506
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	-	0,17
Medlemmernes formue (t.NOK)	-	-	-	-	153.955

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Norske Aktier Restricted – Akkumulerende KL

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

NOTE 1: RENTEINDTÆGTER I 1.000 NOK	2015
Indestående i depotselskab	9
I alt renteindtægter	9

NOTE 2: UDBYTTET I 1.000 NOK	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	320
I alt udbytter	320

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 NOK	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	÷288
Valutakonti	3
Handelsomkostninger	÷231
I alt kursgevinster og -tab	÷516

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 NOK	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷231
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷231

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 NOK	2015	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	268	0
Fast administrationshonorar	47	0
I alt opdeltede adm.omk.	315	0
I alt adm.omkostninger		315

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 6: SKAT I 1.000 NOK	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	5
I alt skat	5

NOTE 7: MEDLEMMERNES FORMUE	2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 NOK

Emissioner i året	155.625
Indløsninger i året	÷1.453
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	289
Overførsel af periodens resultat	÷506
I alt medlemmernes formue	153.955

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2015
--------------------------------	------

Finansielle instrumenter i pct.	
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,5
I alt finansielle instrumenter	99,5
Øvrige aktiver og passiver	0,5
I alt	100,0

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.

Norske Aksjer Institusjon Restricted, klasse NOK I

Andelsklasse under Norske Aktier Restricted – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af andelsklassens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i andelsklassen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da andelsklassen investerer i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i, eller som har hovedaktivitet i, eller som er børsnoteret på markedspladser i Norge, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på norske aktier. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til enkeltlande, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet samt modpartsrisiko.

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

Afkast og benchmark

Andelsklassen har siden den blev introduceret den 9. juni 2015 givet et negativt afkast på 2,46 pct. målt i NOK, mens benchmark faldt 4,34 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og det har ikke indfriet vores forventning om et positivt, men behersket, afkast.

Markedet

I andet halvår var udviklingen på det norske aktiemarked svingende, og ved slutningen af året var norske aktier faldet, siden at andelsklassen blev introduceret.

Udsigten til afdæmpet økonomisk vækst blev afspejlet på det norske aktiemarked. Den faldende oliepris medførte især en negativ udvikling på den norske fondsbørs. På den positive side var udviklingen præget af lave renter og rimelige kurs-niveauer på aktiemarkedet. Svækkelsen af NOK gjorde de norske eksportfirmaer mere konkurrencedygtige.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 1,88 procentpoint højere end ændringen i benchmark. De selskaber, der bidrog mest til resultatet i 2015, var Lerøy, Gjensidige og Veidekke. Andelsklassen har i årets løb haft en lavere risiko end gennemsnittet på Oslo Børs, hvilket også har bidraget positivt til merafkastet.

Sparebank 1 SR-Bank, Sparebank 1 SMN, Subsea 7 og W. Wilhelmsen trak ned i andelsklassens resultat.

På sektorniveau har vores undervægt i energi bidraget positivt. Derimod har vores overvægt i finans bidraget negativt.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Den økonomiske vækst i verdensøkonomien, herunder væksten i de udviklede markeder, er fortsat understøttet af en særdeles lempelig pengepolitik fra centralbankernes side. I Europa er den økonomiske udvikling positivt påvirket af de lave renteniveauer, en fortsat svækket EUR i forhold til USD samt lempelige finansielle vilkår. Modsat er situationen i amerikansk økonomi negativt påvirket af den stærke USD, og at den amerikanske centralbank i december 2015 påbegyndte forhøjelsen af de ledende renter. Usikkerheden i forhold til såvel timingen som omfanget af renteforhøjelserne i USA samt et fald i den økonomiske aktivitet vil kunne slå negativt igennem på det globale og europæiske aktiemarked.

Herudover kan stigende skatter, direkte eller indirekte, eller ændret regulering for særligt energi-, forsynings- og teleselskaber påvirke afkastet i andelsklassen negativt.

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Juni 2015

Risikoindikator (1-7): 6

Benchmark: Oslo Børs Fondindeks (OSEFX)

Fondskode: DK0060637643

Porteføljeadgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Branchefordeling

Finans 26,9%

Energi 14,4%

Materialer 14,2%

Industri 11,6%

Forbrugsgoder 11,1%

Øvrige inkl. likvide 21,8%

Nøgletal

Active share 31,18

Norske Aksjer Institusjon Restricted, klasse NOK I

Andelsklasse under Norske Aktier Restricted – Akkumulerende KL

Andelsklassen har fokus på aktier med et højt udbytte. Andelsklassens største overvægte ved udgangen af 2015 er på sektorniveau finans forsikring, forsyning og telekommunikation, som er de sektorer, hvor vi finder flest selskaber med høje udbyttebetalinger. Modsat er vores største undervægte inden for cykliske forbrugsgoder og teknologi, hvor meget få selskaber betaler høje udbytter, samt inden for industri, hvor udsigterne ikke er gode pt. Andelsklassens stil kan derfor have betydning for investorernes fremtidige afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer en moderat positiv udvikling på det norske aktiemarked i 2016. Aktier er fortsat attraktivt prissat i sammenligning med andre aktivklasser. Vi har en markant undervægt af olierelaterede aktier samt råvarer og traditionel shipping. Vi følger en strategi om at have en afbalanceret portefølje med fokus på robuste selskaber, og vi prøver så vidt muligt at undgå selskaber med ringe indtjeningsstabilitet og en dårlig finansiell stilling.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

Norske Aksjer Institusjon Restricted, klasse NOK I

Andelsklasse under Norske Aktier Restricted – Akkumulerende KL

Noter vedrørende resultatoppgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	-	-	2015
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	÷2,46
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	÷4,34
Indre verdi (NOK pr. andel)	-	-	-	-	975,44
Nettoresultat (t.NOK)*	-	-	-	-	÷506
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	1,00
Medlemmernes formue (t.NOK)	-	-	-	-	153.955
Antal andele	-	-	-	-	157.832
Stykstørrelse i NOK	-	-	-	-	1.000

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 NOK	9.6.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷191
Klassespecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	315
Klassens resultat	÷506
Finansielle instrumenter i pct	2015
Øvrige finansielle instrumenter	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0
Medlemmernes formue	2015
Formueværdi i 1.000 NOK	
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i året	155.625
Indløsninger i året	÷1.453
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	289
Overførsel af periodens resultat	÷506
Medlemmernes formue ultimo	153.955
Antal andele	
Andele primo året	0
Emissioner i året	159.282
Indløsninger i året	÷1.450
Andele ultimo året	157.832

Online Danske Obligationer Indeks

Investerer indeksbaseret i obligationer denomineret i danske kroner.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« 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, der er knyttet til obligationsmarkedet, enkeltlandrisiko, renterisiko, kreditrisiko 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 risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 3 – jf. omtalet foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et negativt afkast på 0,83 pct., mens benchmark faldt 0,46 pct. Afdelingens afkast var i underkanten af det forventede afkast og mindre tilfredsstillende set i forhold til udviklingen i benchmark.

Markedet

Set fra dansk side har der været to store valutariske begivenheder i 2015 – den danske fastkurspolitik og de pengepolitiske lempelser fra ECB. Den schweiziske nationalbank besluttede den 15. januar 2015 at ophæve fastkurspolitikken over for EUR, hvilket medførte en del fokus på Danmarks fastkurspolitik mod EUR, og der blev spekuleret i, om DKK kunne blive styrket markant, som det skete for schweizerfranc. På denne baggrund valgte mange indenlandske investorer at kurssikre sig, hvilket var med til at forstærke

det opadgående pres på kronen. Nationalbanken forsvarede aktivt kronens kurs med store interventioner i valutamarke- det, stop for udstedelse af statsobligationer og rentenedsæt- telser. Nationalbanken kunne ved udgangen af 2015 notere sig, at kronen forblev stabil hen over året, og at de formåede at sikre fastkurspolitikken. Disse tiltag var medvirkende til, at renterne på korte obligationer faldt gennem året, mens ren- terne på lange obligationer var uforandret til svagt stigende. Statsobligationer klarede sig gennem året gennemsnitligt bedre end realkreditobligationer, da implementeringen af nye myndighedskrav til blandt andet bankerne medførte et øget incitament til at investere i statsobligationer i 2015.

Renten på en 2-årig statsobligation faldt hen over året med 0,5 procentpoint og endte året i -0,54 pct., mens renten på den toneangivende danske statsobligation 1,5% 2023 steg med 0,05 procentpoint til 0,59 pct.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,37 procentpoint lavere end ændrin- gen i benchmark, som afdelingen skal følge tæt, og der var således en tilfredsstillende overensstemmelse mellem afde- lingens afkast og udviklingen i benchmark

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Verdens centralbanker har gennem de senere år holdt ren- terne på et ekstremt lavt niveau. Den amerikanske central- bank har dog signaleret en ende på den meget lempelige pengepolitik ved som ventet at hæve renten med 0,25 pct. i december 2015. Den Europæiske Centralbank har dog omvendt signaleret yderligere pengepolitiske tiltag, hvilket primært er en forlængelse af deres opkøbsprogram med det formål at holde renterne på et lavt niveau. En bedring af de økonomiske udsigter vil medføre et opadgående pres på ren- terne. Det kan påvirke afdelingens afkast negativt. Omvendt vil en svagere økonomisk vækst og inflation kunne forlænge centralbankernes lempelige pengepolitik og herved påvirke afkastet i positiv retning.

Den økonomiske udvikling i Danmark, herunder specielt udviklingen i realkreditsektoren samt huspriserne, vil ligele- des have betydning for investorernes afkast. Det danske ren-

Afdelingens profil

Ikke børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: April 2009
Risikoindikator (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	26,9%
1-3 år	17,3%
3-5 år	11,4%
5-10 år	16,5%
Over 10 år	22,7%
Øvrige inkl. likvide	5,2%

Nøgletal

Sharpe Ratio	0,47
Standardafvigelse	3,08
Tracking error	0,28
Information Ratio	-1,25
Sharpe Ratio (benchm.)	0,60
Standardafvigelse (benchm.)	3,02

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Online Danske Obligationer Indeks

teniveau er set i et historisk perspektiv meget lavt, og selv en svag rentestigning vil derfor kunne mindske afdelingens afkast.

Forventninger til markedet samt strategi

I lyset af ECB's opkøb forventer vi, at renterne forbliver lave en rum tid endnu, men samtidig at Danmarks Nationalbank hæver renten i løbet af første kvartal. Afdelingen har en overvægt af realkreditobligationer og en svag overvægt af renterisiko set i forhold til benchmark. Vi forventer, at rentespændet på realkreditobligationerne indsnævres i 2016, og at realkreditobligationerne derfor giver et højere afkast end statsobligationer.

Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger udviklingen i det valgte benchmark. For 2016 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.

Online Danske Obligationer Indeks

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	346	336	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	1	0	Indestående i depotselskab	16	19
I alt renter og udbytter	345	336	I alt likvide midler	16	19
3 Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
Obligationer	÷411	642	Not. obl. fra danske udstedere	14.805	12.960
4 Handelsomkostninger	0	0	I alt obligationer	14.805	12.960
I alt kursgevinster og -tab	÷411	642	Andre aktiver:		
I alt indtægter	÷66	978	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	66	62
5 Administrationsomkostninger	32	32	I alt andre aktiver	66	62
Resultat før skat	÷98	947	Aktiver i alt	14.887	13.041
Skat	0	0	Passiver		
Årets nettoresultat	÷98	947	7 Medlemmernes formue	14.886	13.039
Overskudsdisponering			Anden gæld:		
Foreslået udlodning	423	369	Skyldige omkostninger	0	2
Overført til udlodning næste år	8	0	I alt anden gæld	0	2
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	431	369	Passiver i alt	14.887	13.041
Overført til formuen	÷529	578			
I alt disponeret	÷98	947			

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	8,88	3,58	÷1,97	7,69	÷0,83
Benchmarkafkast (pct.)	9,53	4,16	÷1,63	8,05	÷0,46
Indre værdi (DKK pr. andel)	109,15	108,91	99,68	105,88	102,09
Nettoresultat (t.DKK)	1.038	456	÷256	947	÷98
Udbytte (DKK pr. andel)	4,00	7,25	1,40	3,00	2,90
Administrationsomkostninger (pct.)	0,36	0,35	0,35	0,25	0,23
ÅOP	0,43	0,42	0,38	0,28	0,26
Omsætningshastighed (antal gange)	1,18	1,18	1,01	1,18	1,34
Medlemmernes formue (t.DKK)	13.169	13.183	12.963	13.039	14.886
Antal andele	120.655	121.047	130.047	123.156	145.807
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

	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	344	336
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	2	0
I alt renteindtægter	346	336

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Andre renteudgifter	1	0
I alt renteudgifter	1	0

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede obligationer fra danske udstedere	÷411	642
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	0	0
I alt kursgevinster og -tab	÷411	642

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	0	0
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	0	0

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015		2014	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	2	0
Managementhonorar	17	0	16	0
Fast administrationshonorar	16	0	13	0
I alt opdelte adm.omk.	32	0	31	0
I alt adm.omkostninger		32		32

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 6: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK

2015 2014

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING

Renter og udbytter	345	336
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	1	0
Kursgevinst til udlodning	64	59
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	56	÷3
Udlodning overført fra sidste år	0	8
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	466	400
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	32	32
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷2	0
I alt til rådighed for udlodning, brutto	431	369
Frivillig udlodning	0	1
I alt til rådighed for udlodning, netto	431	369

NOTE 7: MEDLEMMERNES FORMUE

2015 2014

	Antal andele i 1.000 DKK		Antal andele i 1.000 DKK	
Medlemmernes formue primo	123.156	13.039	130.047	12.963
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷369		÷182
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		÷15		1
Emissioner i året	22.651	2.327	9.000	917
Indløsninger i året	0	0	÷15.891	÷1.609
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		2		2
Foreslået udlodning		423		369
Overførsel af periodens resultat		÷529		578
Overført til udlodning næste år		8		0
I alt medlemmernes formue	145.807	14.886	123.156	13.039

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

2015 2014

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	99,5	99,4
I alt finansielle instrumenter	99,5	99,4
Øvrige aktiver og passiver	0,5	0,6
I alt	100,0	100,0

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

Online Global Indeks

Investerer indeksbaseret i henhold til Morgan Stanleys World Index for globale aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk

Risikoprofil

Da afdelingen investerer globalt i aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko mod udviklingen i globale aktier og valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er 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 risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 5 - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et afkast på 9,27 pct., mens benchmark steg 10,66 pct. Afdelingens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark, men det opnåede afkast har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøgletal som stigende beskæftigelse, fortsat lave renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

I 2015 var der positive afkast fra både USA, Europa og Japan. Det positive afkast i USA kan hovedsageligt tilskrives en styrkelse af USD, da amerikanske aktier for første gang i adskillige år leverede en flad udvikling målt i USD, hvilket blandt andet var drevet af en høj prisfastsættelse, en styrket USD, en mindre positiv indtjeningsudvikling samt en pengepolitisk stramning fra den amerikanske centralbank i december 2015. Det europæiske aktiemarked var understøttet af fortsatte pengepolitiske lempelser fra Den Europæiske Centralbank, en forbedret konkurrenceevne drevet af en svækket EUR over for USD og lempelige finansielle vilkår. Det japanske aktiemarked leverede igen et højt afkast, idet den japanske regering fortsat understøttede den økonomiske aktivitet i kombination med, at regeringen gennemførte relevante strukturreformer. Omvendt leverede de nye markeder et svagt afkast som følge af usikkerhed om udviklingen i den økonomiske vækst og faldende råvarepriser.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 1,39 procentpoint lavere end ændringen i benchmark, og der var således en mindre tilfredsstillende overensstemmelse mellem afdelingens afkast og udvikling i benchmark, hvilket skyldtes afdelingens lave formue i forhold til at følge udviklingen i et global indeks med mere end 1500 aktier.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Den økonomiske vækst i verdensøkonomien, herunder væksten i de udviklede markeder USA, Europa og Japan, er fortsat understøttet af en særdeles lempelig pengepolitik fra centralbankernes side. I Europa er den økonomiske udvikling positivt påvirket af de lave renteniveauer, en fortsat svækket EUR i forhold til USD samt lempelige finansielle vilkår. Modsat er situationen i amerikansk økonomi negativt påvirket af den stærke USD, indenlandskorienteret vækst, der udvikler sig positivt, samt den amerikanske centralbanks nyligt påbegyndte forhøjelse af de ledende renter. Usikkerheden i forhold til såvel timingen som omfanget af renteforhøjelserne i USA, en fortsat lempelig pengepolitik i Europa og Japan samt et fald i den økonomiske aktivitet vil kunne slå negativt igennem på det globale og europæiske aktiemarked.

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	56,6%
Japan	9,2%
Storbritannien	6,4%
Schweiz	3,8%
Frankrig	3,5%
Øvrige inkl. likvide	20,5%

Nøgletal

Sharpe Ratio	1,38
Standardafvigelse	11,05
Tracking error	0,56
Information Ratio	-0,53
Sharpe Ratio (benchm.)	1,39
Standardafvigelse (benchm.)	11,22
Active share	28,29

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

Online Global Indeks

Udviklingen på råvaremarkederne og i særdeleshed olieprisen kan få såvel positive som negative afledte effekter på aktiemarkederne. Generelt er faldende råvarepriser gunstigt for Europas økonomiske vækst og verdensøkonomien. Det vil dog samtidig få negative konsekvenser for olie- og råvaresektorerne, som presses på indtjeningen, og dermed skabe usikkerhed om den fremtidige indtjeningsudvikling. Et kraftigt fald i råvaremarkederne og olieprisen kan øge risikoaversionen.

De globale aktiemarkeder er steget pænt de senere år blandt andet som følge af høj indtjening i selskaberne. Hvis der opstår usikkerhed om holdbarheden af denne indtjening f.eks. som følge af den geopolitiske udvikling i Europa og Mellemøsten eller den økonomiske vækst i de nye markeder, vil usikkerheden øges.

Forventninger til markedet samt strategi

Den underliggende udvikling i verdensøkonomien er fortsat positiv, og særligt europæisk økonomi oplever en pæn vækst. Der forventes fortsat en pæn udvikling i den økonomiske vækst i USA, men væksten vil blive påvirket af fortsatte stramninger af pengepolitikken i 2016. Modsat er det økonomiske miljø i Europa understøttende for udviklingen på aktiemarkederne, som kombineret med en indtjeningsudvikling med fortsat positivt potentiale og en rimelig prisfastsættelse understøtter vores forventninger. Vi forventer derfor moderat positive afkast på globale aktier baseret på en positiv udvikling i verdensøkonomien med vækstmodvind i USA drevet af en styrket USD og rentestigninger. I Europa forventer vi vækstmodvind drevet af en svækket EUR over for USD samt fortsat lave råvarepriser, som er understøttende for privatforbruget samt en stabilisering af udviklingen i de nye markeder.

Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger udviklingen i det valgte benchmark. For 2016 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.

Online Global Indeks

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	1	1	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	5	0	Indestående i depotselskab	156	564
3 Udbytter	1.816	1.036	I alt likvide midler	156	564
I alt renter og udbytter	1.812	1.037	Kapitalandele:		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. aktier fra DK selskaber	597	154
Kapitalandele	2.621	5.484	Not. aktier fra udl. selskaber	67.470	41.870
Valutakonti	15	27	Unot. køb.andele fra udl. selsk.	1	0
Øvrige aktiver/passiver	0	1	I alt kapitalandele	68.068	42.024
5 Handelsomkostninger	÷ 19	0	Andre aktiver:		
I alt kursgevinster og -tab	2.617	5.512	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	94	44
I alt indtægter	4.429	6.550	Aktuelle skatteaktiver	29	28
6 Administrationsomkostninger	197	119	I alt andre aktiver	123	71
Resultat før skat	4.233	6.431	Aktiver i alt	68.347	42.658
7 Skat	165	86	Passiver		
Årets nettoresultat	4.068	6.345	9 Medlemmernes formue	68.344	42.650
Overskudsdisponering			Anden gæld:		
Foreslået udlodning	3.119	2.041	Skyldige omkostninger	3	9
Overført til udlodning næste år	31	19	I alt anden gæld	3	9
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	3.150	2.060	Passiver i alt	68.347	42.658
Overført til formuen	917	4.285			
I alt disponeret	4.068	6.345			

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	÷ 1,70	14,75	21,74	19,19	9,27
Benchmarkafkast (pct.)	÷ 2,64	14,49	21,19	19,27	10,66
Indre værdi (DKK pr. andel)	140,02	156,42	185,08	209,02	219,09
Nettoresultat (t.DKK)	÷ 409	3.289	5.637	6.345	4.068
Udbytte (DKK pr. andel)	4,00	4,75	9,80	10,00	10,00
Administrationsomkostninger (pct.)	0,39	0,38	0,38	0,33	0,32
ÅOP	0,49	0,46	0,46	0,41	0,40
Omsætningshastighed (antal gange)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,03
Medlemmernes formue (t.DKK)	22.685	25.401	34.518	42.650	68.344
Antal andele	162.013	162.397	186.503	204.051	311.940
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

	2015	2014
Indestående i depotselskab	1	1
I alt renteindtægter	1	1

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Andre renteudgifter	5	0
I alt renteudgifter	5	0

NOTE 3: UDBYTTER I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	15	3
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.801	1.034
I alt udbytter	1.816	1.036

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK

	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	84	36
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	2.578	5.447
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	+41	1
Valutakonti	15	27
Øvrige aktiver/passiver	0	1
Handelsomkostninger	+19	0
I alt kursgevinster og -tab	2.617	5.512

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	+74	+16
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	55	16
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+19	0

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK

	2015		2014	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	0	0	1	0
Øvrige omkostninger	0	0	6	1
Managementhonorar	105	0	62	0
Fast administrationshonorar	92	0	49	0
I alt opdelte adm.omk.	197	0	117	1
I alt adm.omkostninger		197		119

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK

	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	165	86
I alt skat	165	86

NOTE 8: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK

2015 2014

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING

Renter og udbytter	1.812	1.037
Ikke refunderbar udbytteskat	+165	+86
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	4	+6
Kursgevinst til udlodning	1.231	1.038
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	473	203
Udlodning overført fra sidste år	19	0
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	3.373	2.186
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	197	119
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	+26	+8
I alt til rådighed for udlodning, netto	3.150	2.059

NOTE 9: MEDLEMMERNES FORMUE

2015 2014

	Antal andele		Formueværdi i 1.000 DKK	
Medlemmernes formue primo	204.051	42.650	186.503	34.518
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		+2.041		+1.828
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		+642		+9
Emissioner i året	107.889	24.295	57.272	10.876
Indløsninger i året	0	0	+39.724	+7.287
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		14		35
Foreslået udlodning		3.119		2.041
Overførsel af periodens resultat		917		4.285
Overført til udlodning næste år		31		19
I alt medlemmernes formue	311.940	68.344	204.051	42.650

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

2015 2014

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	99,6	98,5
I alt finansielle instrumenter	99,6	98,5
Øvrige aktiver og passiver	0,4	1,5
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
Danske Bank	58	0

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

AKTIEIDLÅN I 1.000 DKK	2015	2014
Kursværdi af udlånte aktier	234	0

Sikkerhed for udlånte aktier i form af:

Noterede obligationer fra danske udstedere	313	0
I alt sikkerhed	313	0

PP Pension Aktieallokeringsfond – Accumulating KL

Investerer indeksbaseret globalt i børsnoterede aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens 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			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	5	8	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	5	0	Indestående i depotselskab	2.644	2.021
3 Udbytter	21.953	17.643	I alt likvide midler	2.644	2.021
I alt renter og udbytter	21.954	17.651	Kapitalandele:		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. aktier fra DK selskaber	42.996	31.878
Kapitalandele	52.088	68.059	Not. aktier fra udl. selskaber	662.756	586.054
Valutakonti	231	249	Unot. kap.andele fra udl. selsk.	221	0
Øvrige aktiver/passiver	+5	9	Inv-beviser i andre udl.		
5 Handelsomkostninger	÷235	÷150	inv- og specialforeninger	77.238	68.328
I alt kursgevinster og -tab	52.079	68.167	I alt kapitalandele	783.212	686.260
I alt indtægter	74.033	85.818	Andre aktiver:		
6 Administrationsomkostninger	3.770	3.001	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	472	398
Resultat før skat	70.263	82.817	Andre tilgodehavender	119	0
7 Skat	1.089	993	Aktuelle skatteaktiver	207	92
Årets nettoresultat	69.174	81.824	I alt andre aktiver	798	490
Overskudsdisponering			Aktiver i alt	786.653	688.772
Overført til formuen	69.174	81.824	Passiver		
I alt disponeret	69.174	81.824	8 Medlemmernes formue	786.014	688.099
			Anden gæld:		
			Skyldige omkostninger	639	673
			I alt anden gæld	639	673
			Passiver i alt	786.653	688.772

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	2013	2014	2015
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	45.514	81.824	69.174
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	0,02	0,03	0,04
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	555.028	688.099	786.014

* 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	2015	2014
Indestående i depotselskab	5	8
I alt renteindtægter	5	8

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	5	0
I alt renteudgifter	5	0

NOTE 3: UDBYTTER I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	1.198	485
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	20.694	17.146
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	61	12
I alt udbytter	21.953	17.643

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra danske selskaber	10.603	4.736
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	45.762	56.227
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	±35	66
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	119	0
Inv-beviser i udenlandske inv- og specialforeninger	±4.361	7.030
Valutakonti	231	249
Øvrige aktiver/passiver	±5	9
Hændelsomkostninger	±235	±150
I alt kursgevinster og -tab	52.079	68.167

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	±235	±150
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	±235	±150

	2015		2014	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	6	0	0	0
Markedsføringsomkostninger	2.615	0	2.073	0
Gebyrer til depotselskab	165	0	135	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	672	0	528	0
Øvrige omkostninger	0	0	15	5
Fast administrationshonorar	312	0	245	0
I alt opdelte adm.omk.	3.770	0	2.996	5
I alt adm.omkostninger		3.770		3.001

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	1.089	993
I alt skat	1.089	993

NOTE 8: MEDLEMMERNES FORMUE	2015	2014
	Antal andele	Formueværdi
		i 1.000 DKK

Medlemmernes formue primo	688.099	555.028
Emissioner i året	34.570	51.246
Indløsninger i året	±5.829	0
Overførsel af periodens resultat	69.174	81.824
I alt medlemmernes formue	786.014	688.099

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2015	2014
--------------------------------	------	------

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	99,6	99,7
I alt finansielle instrumenter	99,6	99,7
Øvrige akiver og passiver	0,4	0,3
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
Danske Bank	4.009	3.269

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.

PP Pension Aktieallokeringsfond – Accumulating Class A

Andelsklasse under PP Pension Aktieallokeringsfond – Accumulating KL

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« 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 andelsklassen investerer globalt i aktier, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko mod udviklingen i globale aktier og valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til eksponering mod udlandet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder/emerging markets, modpartsrisiko samt valuta.

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et afkast på 5,94 pct. målt i SEK, mens benchmark steg 6,91 pct. målt i SEK. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark, og det opnåede afkast har indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøgletal som stigende beskæftigelse, fortsat lave renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

I 2015 var der positive afkast fra både USA, Europa og Japan. Det positive afkast i USA kan hovedsageligt tilskri-

ves en styrkelse af USD, da amerikanske aktier for første gang i adskillige år leverede en flad udvikling målt i USD, hvilket blandt andet var drevet af en høj prisfastsættelse, en styrket USD, en mindre positiv indtjeningsudvikling samt en pengepolitisk stramning fra den amerikanske centralbank i december 2015. Det europæiske aktiemarked var understøttet af fortsatte pengepolitiske lempelser fra Den Europæiske Centralbank, en forbedret konkurrenceevne drevet af en svækket EUR over for USD og lempelige finansielle vilkår. Det japanske aktiemarked leverede igen et højt afkast, idet den japanske regering fortsat understøttede den økonomiske aktivitet i kombination med, at regeringen gennemførte relevante strukturreformer. Omvendt leverede de nye markeder et svagt afkast som følge af usikkerhed om udviklingen i den økonomiske vækst og faldende råvarepriser.

Vurdering af andelsklassens resultat

Afdelingens afkast var 0,97 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 2016

Den økonomiske vækst i verdensøkonomien, herunder væksten i de udviklede markeder USA, Europa og Japan, er fortsat understøttet af en særdeles lempelig pengepolitik fra centralbankernes side. I Europa er den økonomiske udvikling positivt påvirket af de lave renteniveauer, en fortsat svækket EUR i forhold til USD samt lempelige finansielle vilkår. Modsat er situationen i amerikansk økonomi negativt påvirket af den stærke USD, indenlandskorienteret vækst, der udvikler sig positivt, samt den amerikanske centralbanks nyligt påbegyndte forhøjelse af de ledende renter. Usikkerheden i forhold til såvel timingen som omfanget af renteforhøjelserne i USA, en fortsat lempelig pengepolitik i Europa og Japan samt et fald i den økonomiske aktivitet vil kunne slå negativt igennem på det globale og europæiske aktiemarked.

Udviklingen på råvaremarkederne og i særdeleshed olieprisen kan få såvel positive som negative afledte effekter

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Juni 2013

Risikoindikator (1-7): 5

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

Fondskode: DK0060476455

Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Formuefordeling

Danske aktier	5,4%
Udenlandske akt.	94,2%
Øvrige inkl. likvide	0,4%

Nøgletal

Active share 11,36

PP Pension Aktieallokeringsfond – Accumulating Class A

Andelsklasse under PP Pension Aktieallokeringsfond – Accumulating KL

på aktiemarkedene. Generelt er faldende råvarepriser gunstigt for Europas økonomiske vækst og verdensøkonomien. Det vil dog samtidig få negative konsekvenser for olie- og råvaresektorerne, som presses på indtjeningen, og dermed skabe usikkerhed om den fremtidige indtjeningsudvikling. Et kraftigt fald i råvaremarkedene og olieprisen kan øge risikoaversionen.

De globale aktiemarkeder er steget pænt de senere år blandt andet som følge af høj indtjening i selskaberne. Hvis der opstår usikkerhed om holdbarheden af denne indtjening f.eks. som følge af den geopolitiske udvikling i Europa og Mellemøsten eller den økonomiske vækst i de nye markeder, vil usikkerheden øges.

Forventninger til markedet samt strategi

Den underliggende udvikling i verdensøkonomien er fortsat positiv, og særligt europæisk økonomi oplever en pæn vækst. Der forventes fortsat en pæn udvikling i den økonomiske vækst i USA, men væksten vil blive påvirket af fortsatte stramninger af pengepolitikken i 2016. Modsat er det økonomiske miljø i Europa understøttende for udviklingen på aktiemarkedene, som kombineret med en indtjeningsudvikling med fortsat positivt potentiale og en rimelig prisfastsættelse understøtter vores forventninger. Vi forventer derfor moderat positive afkast på globale aktier baseret på en positiv udvikling i verdensøkonomien med vækstmodvind i USA drevet af en styrket USD og rentestigninger. I Europa forventer vi vækstmodvind drevet af en svækket EUR over for USD samt fortsat lave råvarepriser, som er understøttende for privatforbruget samt en stabilisering af udviklingen i de nye markeder.

Vi fastholder som udgangspunkt afdelingens nuværende balance med betydelige investeringer i sektorerne sundhed, diskretionært forbrug, informationsteknologi og stabilt forbrug, mens vi indtil videre har en undervægt inden for telekommunikation og energi, ligesom vi har fravalgt investeringer i forsyningssektoren.

Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger udviklingen i det valgte benchmark. For 2016 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.

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	2015
Afkast i SEK (pct.)*	-	-	10,58	21,99	5,94
Benchmarkafkast i SEK (pct.)*	-	-	11,00	22,52	6,91
Indre værdi (SEK pr. andel)	-	-	110,58	134,89	142,91
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	25.651	47.965	41.105
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	0,74	0,71	0,69
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	319.595	418.806	488.653
Antal andele	-	-	3.428.553	3.949.614	4.196.182
Stykstørrelse i SEK	-	-	100	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	43.912	50.202
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	2.807	2.237
Klassens resultat	41.105	47.965
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	418.806	319.595
Emissioner i året	34.570	51.246
Indløsninger i året	÷5.829	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	0	0
Overførsel af periodens resultat	41.105	47.965
Medlemmernes formue ultimo	488.653	418.806
Antal andele		
Andele primo året	3.949.614	3.428.553
Emissioner i året	294.924	521.061
Indløsninger i året	÷48.356	0
Andele ultimo året	4.196.182	3.949.614

PP Pension Aktieallokeringsfond – Accumulating Class I

Andelsklasse under PP Pension Aktieallokeringsfond – Accumulating KL

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« 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 andelsklassen investerer globalt i aktier, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko mod udviklingen i globale aktier og valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til eksponering mod udlandet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, nye markeder/emerging markets, modpartsrisiko samt valuta.

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et afkast på 6,52 pct. målt i SEK, mens benchmark steg 6,91 pct. målt i SEK. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark, og det har indfriet vores forventning om positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøgletal som stigende beskæftigelse, fortsat lave renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

I 2015 var der positive afkast fra både USA, Europa og Japan. Det positive afkast i USA kan hovedsageligt tilskrives en styrkelse af USD, da amerikanske aktier for første gang i adskillige år leverede en flad udvikling målt i USD, hvilket blandt andet var drevet af en høj prisfastsættelse, en

styrket USD, en mindre positiv indtjeningsudvikling samt en pengepolitisk stramning fra den amerikanske centralbank i december 2015. Det europæiske aktiemarked var understøttet af fortsatte pengepolitiske lempelser fra Den Europæiske Centralbank, en forbedret konkurrenceevne drevet af en svækket EUR over for USD og lempelige finansielle vilkår. Det japanske aktiemarked leverede igen et højt afkast, idet den japanske regering fortsat understøttede den økonomiske aktivitet i kombination med, at regeringen gennemførte relevante strukturreformer. Omvendt leverede de nye markeder et svagt afkast som følge af usikkerhed om udviklingen i den økonomiske vækst og faldende råvarepriser.

Vurdering af andelsklassens resultat

Afdelingens afkast var 0,39 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 2016

Den økonomiske vækst i verdensøkonomien, herunder væksten i de udviklede markeder USA, Europa og Japan, er fortsat understøttet af en særdeles lempelig pengepolitik fra centralbankernes side. I Europa er den økonomiske udvikling positivt påvirket af de lave renteniveauer, en fortsat svækket EUR i forhold til USD samt lempelige finansielle vilkår. Modsat er situationen i amerikansk økonomi negativt påvirket af den stærke USD, indenlandskorienteret vækst, der udvikler sig positivt, samt den amerikanske centralbanks nyligt påbegyndte forhøjelse af de ledende renter. Usikkerheden i forhold til såvel timingen som omfanget af renteforhøjelserne i USA, en fortsat lempelig pengepolitik i Europa og Japan samt et fald i den økonomiske aktivitet vil kunne slå negativt igennem på det globale og europæiske aktiemarked.

Udviklingen på råvaremarkederne og i særdeleshed olieprisen kan få såvel positive som negative afledte effekter på aktiemarkedene. Generelt er faldende råvarepriser gunstigt for Europas økonomiske vækst og verdensøkonomien. Det vil dog samtidig få negative konsekvenser for olie- og råvaresektorerne, som presses på indtjeningen, og dermed

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Maj 2013

Risikoindikator [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 5,4%

Udenlandske akt. 94,2%

Øvrige inkl. likvide 0,4%

Nøgletal

Active share 11,36

PP Pension Aktieallokeringsfond – Accumulating Class I

Andelsklasse under PP Pension Aktieallokeringsfond – Accumulating KL

skabe usikkerhed om den fremtidige indtjeningsudvikling. Et kraftigt fald i råvaremarkederne og olieprisen kan øge risikoaversionen.

De globale aktiemarkeder er steget pænt de senere år blandt andet som følge af høj indtjening i selskaberne. Hvis der opstår usikkerhed om holdbarheden af denne indtjening f.eks. som følge af den geopolitiske udvikling i Europa og Mellemøsten eller den økonomiske vækst i de nye markeder, vil usikkerheden øges.

Forventninger til markedet samt strategi

Den underliggende udvikling i verdensøkonomien er fortsat positiv, og særligt europæisk økonomi oplever en pæn vækst. Der forventes fortsat en pæn udvikling i den økonomiske vækst i USA, men væksten vil blive påvirket af fortsatte stramninger af pengepolitikken i 2016. Modsat er det økonomiske miljø i Europa understøttende for udviklingen på aktiemarkederne, som kombineret med en indtjeningsudvikling med fortsat positivt potentiale og en rimelig prisfastsættelse understøtter vores forventninger. Vi forventer derfor moderat positive afkast på globale aktier baseret på en positiv udvikling i verdensøkonomien med vækstmodvind i USA drevet af en styrket USD og rentestigninger. I Europa forventer vi vækstmedvind drevet af en svækket EUR over for USD samt fortsat lave råvarepriser, som er understøttende for privatforbruget samt en stabilisering af udviklingen i de nye markeder.

Vi fastholder som udgangspunkt afdelingens nuværende balance med betydelige investeringer i sektorerne sundhed, diskretionært forbrug, informationsteknologi og stabilt forbrug, mens vi indtil videre har en undervægt inden for telekommunikation og energi, ligesom vi har fravalgt investeringer i forsyningssektoren.

Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger udviklingen i det valgte benchmark. For 2016 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.

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	2015
Afkast i SEK (pct.)*	-	-	11,57	22,66	6,52
Benchmarkafkast i SEK (pct.)*	-	-	9,35	22,52	6,91
Indre værdi (SEK pr. andel)	-	-	111,57	136,84	145,77
Nettoreultat (t.DKK)*	-	-	19.863	33.859	28.069
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	0,20	0,15	0,15
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	235.433	269.292	297.361
Antal andele	-	-	2.503.347	2.503.347	2.503.347
Stykstørrelse i SEK	-	-	100	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	28.189	33.960
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	120	101
Klassens resultat	28.069	33.859
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	269.292	235.433
Emissioner i året	0	0
Indløsninger i året	0	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	0	0
Overførsel af periodens resultat	28.069	33.859
Medlemmernes formue ultimo	297.361	269.292
Antal andele		
Andele primo året	2.503.347	2.503.347
Emissioner i året	0	0
Indløsninger i året	0	0
Andele ultimo året	2.503.347	2.503.347

US Dollar – Accumulating KL

Afdelingen investerer i obligationer denomineret i USD og med en restløbetid på maksimalt 12 måneder. Obligationer skal mindst være AA-/Aa3 eller højere.

Afdelingen udbydes i en andelsklasse:

- US Dollar, klass SEK Y

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 Dollar – Accumulating KL

Resultatopgørelse		Balance		
14.9.-31.12.2015 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK		
1	Kursgevinster og -tab:		Aktiver	
	Obligationer	474	Likvide midler:	
	Valutakonti	78	Indestående i depotselskab	596
	Øvrige aktiver/passiver	0	I alt likvide midler	596
2	Handelsomkostninger	0	Obligationer:	
	I alt kursgevinster og -tab	552	Not. obl. fra udl. udstedere	19.563
	I alt indtægter	552	I alt obligationer	19.563
3	Administrationsomkostninger	18	Aktiver i alt	20.159
	Resultat før skat	534	Passiver	
	Skat	0	4 Medlemmernes formue	20.142
	Årets nettoresultat	534	Anden gæld:	
	Overskudsdisponering		Skyldige omkostninger	0
	Overført til formuen	534	Mellemvær. vedr. handelsafv.	17
	I alt disponeret	534	I alt anden gæld	16
			Passiver i alt	20.159

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	-	-	2015
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	-	534
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	-	0,09
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	-	20.142

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

US Dollar – 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: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK 2015

Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	474
Vælutakonti	78
Øvrige aktiver/passiver	0
Handelsomkostninger	0
I alt kursgevinster og -tab	552

NOTE 2: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK 2015

Bruttohandelsomkostninger	0
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	0

NOTE 3: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK 2015

	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	13	0
Fast administrationshonorar	5	0
I alt opdelte adm.omk.	18	0
I alt adm.omkostninger		18

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 4: MEDLEMMERNES FORMUE 2015

	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Emissioner i året		23.512
Indløsninger i året		÷ 3.912
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		8
Overførsel af periodens resultat		534
I alt medlemmernes formue		20.142

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN 2015

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	97,1
I alt finansielle instrumenter	97,1
Øvrige aktiver og passiver	2,9
I alt	100,0

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

US Dollar, klass SEK Y

Andelsklasse under US Dollar – Accumulating KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« 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 obligationer denomineret i USD og med en restløbetid på maksimalt 12 måneder. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den korte dollarente. Afdelingen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakursen mellem USD og SEK påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til enkeltlande, obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, modpartsrisiko og valuta.

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

Afkast og benchmark

Andelsklassen blev introduceret den 14. september 2015. Andelsklassen gav i perioden fra den 14. september 2015 til den 31. december 2015 et afkast på 1,93 pct. målt i SEK, mens benchmark steg 1,77 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var tilfredsstillende set i forhold til udviklingen i benchmark og konkurrenter.

Markedet

I perioden siden afdelingen blev etableret, er USD blevet styrket markant over for SEK, da markedet forventede, at den

amerikanske centralbank (Fed) ville begynde at hæve renten ved årets udgang, efter at Fed tydeligt indikerede sin hensigt om at forhøje renten på rentemødet i december. Efter at den Europæiske Centralbank (ECB) havde skuffet markedet med færre lempelser end forventet, svækkedes USD en smule over for SEK, da Riksbanken samtidig lempede pengepolitikken lidt mindre end ellers forventet.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 0,16 procentpoint højere end ændringen i benchmark, og der var således en tilfredsstillende overensstemmelse mellem afdelingens afkast og udviklingen i benchmark.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Der er en risiko for, at uro på de finansielle markeder vil udskyde Feds plan om at hæve de amerikanske renter til et mere normalt niveau. Hvis det sker, vil SEK styrkes i forhold til USD. Vi forventer, at en styrkelse af SEK vil få Riksbanken til at overvåge situationen nøje og eventuelt intervenere i valutamarkedet for at svække SEK. Hvis renten skulle stige, vil det ikke få den helt store effekt, da andelsklassens investeringer har meget kort varighed.

Forventninger til markedet samt strategi

Valutamarkedet vil igen i 2016 afhænge meget af centralbankerne. Markedet forventer, at Fed funds-renten fortsat vil blive normaliseret, og at Riksbanken fortsat vil føre en meget lempelig pengepolitik. I sammenligning med 2015 synes positioneringen i USD at være langt mere afbalanceret fremadrettet.

Andelsklassen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så udviklingen afhænger af valutakursudviklingen i USD SEK. Riksbanken ønsker ikke, at SEK bliver styrket for meget. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et afkast på niveau med kursudviklingen mellem USD og SEK.

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: September 2015

Risikoindikator (1-7): 5

Benchmark: USD SEK

Fondskode: DK0060644938

Porteføljeraðgiver: Danske Capital - Sampo Bank Finland

Løbetidsfordeling

Korte obligationer 97,0%

Øvrige inkl. likvide 3,0%

US Dollar, klass SEK Y

Andelsklasse under US Dollar – Accumulating KL

Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	-	-	2015
Afkast i SEK (pct.)*	-	-	-	-	1,93
Benchmarkafkast i SEK (pct.)*	-	-	-	-	1,77
Indre værdi (SEK pr. andel)	-	-	-	-	101,93
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	-	534
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	0,37
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	-	-	20.142
Antal andele	-	-	-	-	242.515
Stykstørrelse i SEK	-	-	-	-	100

* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	14.9.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	552
Klassespecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	18
Klassens resultat	534
Finansielle instrumenter i pct	2015
Øvrige finansielle instrumenter	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0
Medlemmernes formue	2015
Formueværdi i 1.000 DKK	
Medlemmernes formue primo	0
Emissioner i året	23.512
Indløsninger i året	÷3.912
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	8
Overførsel af periodens resultat	534
Medlemmernes formue ultimo	20.142
Antal andele	
Andele primo året	0
Emissioner i året	289.529
Indløsninger i året	÷47.014
Andele ultimo året	242.515

US High Yield Bonds

Investerer 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 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Afdelingen investerer i udenlandske high yield-virksomhedsobligationer, konvertible obligationer samt contingency obligationer, hvilket vil sige obligationer med lav kreditkvalitet, der primært er udstedt i USD. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for high yield-virksomhedsobligationer. Afdelingen afdækker valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til obligationsmarkedet, renterisiko, kreditrisiko, selskabsspecifikke forhold, event-risici samt modpartsrisiko.

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav et negativt afkast på 10,04 pct. i 2015, mens benchmark faldt 4,57 pct. Afdelingens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. Afdelingen har ikke indfriet vores forventning om et lavt, men positivt, afkast på grund af stigende lange amerikanske renter og højere merrente på high yield-obligationer i forhold til sammenlignelige amerikanske statsobligationer.

Markedet

High yield-obligationer gav et negativt afkast i 2015. De positive faktorer, som havde præget markedet tidligere på året og understøttet kurserne på high yield-obligationer som f.eks. stabile råvarepriser, kraftig kapitalindstrømning og rentefald på amerikanske statsobligationer, blev erstattet af markedsforhold præget af flygtige kapitalstrømme og kraftigt faldende råvarepriser. Som følge af disse forandringer klarede CCC-obligationer sig markant dårlige end BB- og B-obligationer. Derudover har udviklingen i råvarepriserne skabt store udfordringer særligt i andet halvår af 2015, og det medførte, at udstedelser inden for både energi, metal og minedrift klarede sig markant dårligere end andre sektorer.

Efter to måneder med kapitalindstrømning i starten af året oplevede investeringsforeninger med high yield-obligationer syv måneder i træk med tilbagesalg, hvilket sluttede i oktober, hvor markedet oplevede den næststørste kapitalindstrømning nogensinde. Antallet af nyudstedelser faldt markant i 2015 i forhold til året før. Antallet af misligholdelser på high yield-obligationsmarkedet var moderat i 2015, særligt hvis man ikke medregner de hårdt prøvede sektorer for energi, metal og minedrift, som tegnede sig for størstedelen af årets misligholdelser.

Vurdering af afdelingens resultat

Andelsklassens afkast var 5,47 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Varigheden havde en positiv indvirkning på afdelingens relative afkast. Afdelingens varighed er på niveau med dets benchmark, men er overvægtet i kortere obligationer, hvilket klarede sig bedre end mellemlange og lange high yield-obligationer i 2015.

Afdelingens undervægt af BB-obligationer påvirkede det relative afkast negativt. Omvendt var der positive bidrag fra vores obligationsvalg inden for BB-, og B-obligationer. I modsætning til benchmark fastholder afdelingen dog allokeringen til CCC-obligationer. Disse obligationer klarede sig i perioden dårligere end benchmark og trak ned i det relative afkast.

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

Porteføljeadgiver: DDJ Capital Management, LLC

Varigheder

0-1 år	3,7%
1-3 år	14,3%
3-5 år	57,2%
5-10 år	18,0%
Øvrige inkl. likvide	6,8%

Nøgletal

Sharpe Ratio	-0,47
Standardafvigelse	6,14
Tracking error	2,86
Information Ratio	-1,41
Sharpe Ratio (benchm.)	0,22
Standardafvigelse (benchm.)	5,35

Måleperiode: Dec. 2012 til dec. 2015

US High Yield Bonds

Afdelingens undervægt inden for cyklisk forbrug udgjorde det største negative sektorbidrag og trak ned i det relative afkast. Denne negative effekt blev dog delvist opvejet af den positive effekt fra afdelingens overvægt inden for ikke-cyklisk forbrug. Afdelingens investeringer inden for energi og basisindustri gav et lavere afkast end i benchmark og trak ned i det relative afkast. Derimod klarede afdelingens investeringer inden for kommunikation sig bedre end benchmark og bidrog positivt til det relative afkast.

På udstederniveau bidrog Harbinger Group, Zebra Technologies og First Quality positivt til afkastet. Peabody Energy, Breitburn Energy og Rex Energy var de største negative bidragsydere til afkastet i 2015. Alle disse udstedere er enten en del af energisektoren eller kulsektoren, og kursen på deres obligationer faldt dramatisk i forbindelse med de kraftigt faldende råvarepriser i 2015.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Vi vurderer, at afdelingens primære risici vedrører fremtidsudsigterne og den finansielle stilling hos de enkelte udstedere, som afdelingen investerer i. Selvom afdelingen fortsat er eksponeret mod faldende renter, hvilket typisk er til fordel for high yield-obligationer af høj kvalitet med lang løbetid, så medfører den seneste renteforhøjelse fra den amerikanske centralbank, Fed, samt indikationer af løbende forhøjelser i løbet af de næste mange kvartaler, at afdelingen med sin kortere varighed bør opnå gode relative afkast. De kraftigt faldende råvarepriser vil dog givetvis føre til flere misligholdelser, hvilket især rammer i sektorer med eksponering mod råvaremarkedet. Denne udvikling vil dog ikke nødvendigvis føre til en større bølge af misligholdelser på det bredere high yield-marked. Afdelingens undervægt af BB-obligationer og overvægt af både Caa-obligationer og udstedelser fra energisektoren i forhold til benchmark medfører, at afdelingens afkast kan blive presset, hvis investeringsforeninger med high yield-obligationer oplever tilbagesalg, og råvarepriserne forbliver lave.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer lave, men positive, afkast på obligationsmarkederne i resten af 2016. Vi foretrækker fortsat high yield-pa-

pirer med en rente, der ligger over markedsniveauet, men som har en risikoprofil under gennemsnittet. I det aktuelle marked vurderer vi dog, at det vil være fornuftigt at sætte en del af afdelingen i likvide obligationer af højere kvalitet og med en lavere rente, som vi vurderer giver større sikkerhed på nuværende tidspunkt. Vi har desuden solgt visse positioner i løbet af året med henblik på at reducere afdelingens risikoprofil. Til trods for det arbejder vi på at udnytte markedsudsving med henblik på at identificere og købe attraktive obligationer fra udstedere, som ifølge vores analyser er sunde selskaber.

Efter vores mening vil den usikkerhed, der er set på high yield-markedet i de seneste kvartaler, fortsætte på kort til mellemlangt sigt, i takt med at markedsdeltagerne tilpasser sig virkningen af en varig global opbremsning, særligt i kinesisk økonomi, og ikke blot med hensyn til den potentielle effekt på global vækst, men også virkningen på råvarepriserne. Derudover har det forventede pengepolitiske kurskifte i USA også bidraget til større usikkerhed på markedet.

Efterhånden som markedet begynder på omstillingen til højere renter, vurderer vi, at der helt sikkert vil komme mange perioder med øget markedsudsving i lighed med det, vi oplevede i december 2015. Markedsudsving kan potentielt fremkalde tilbagesalg til investeringsforeninger med high yield-obligationer, hvilket kan lægge yderligere pres på kursene på disse papirer. Vi forventer desuden, at den faldende likviditet fortsat vil øge usikkerheden på markedet, hvilket igen vil lægge stort pres på kursene på high yield-obligationerne. Med markedets øgede følsomhed over for rentestigninger og virkningen af lavere råvarepriser venter vi, at afkastet i 2016 primært vil være drevet af renteafkast og i mindre grad af kursstigninger.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

US High Yield Bonds

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	185.754	241.525	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	499	0	Indestående i depotselskab	105.088	98.868
I alt renter og udbytter	185.255	241.525	I alt likvide midler	105.088	98.868
3 Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
Obligationer	÷117.977	201.753	Not. obl. fra udl. udstedere	2.171.788	2.915.516
Kapitalandele	11	0	Unoterede obligationer	40.963	36.896
Afledte finansielle instr.	÷290.179	÷459.892	I alt obligationer	2.212.751	2.952.412
Valutakonti	÷20.231	11.540	Afl. finansielle instr.:		
Øvrige aktiver/passiver	229	÷170	Unot. afl. finansielle instr.	57.146	5.150
4 Handelsomkostninger	÷144	÷159	I alt afledte finansielle instr.	57.146	5.150
I alt kursgevinster og -tab	÷428.291	÷246.929	Andre aktiver:		
I alt indtægter	÷243.036	÷5.404	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	41.245	55.572
5 Administrationsomkostninger	34.626	47.524	Mellemvær. vedr. handelsafv.	4.521	0
Resultat før skat	÷277.662	÷52.927	I alt andre aktiver	45.766	55.572
Skat	0	0	Aktiver i alt	2.420.751	3.112.002
Årets nettoresultat	÷277.662	÷52.927	Passiver		
Overskudsdisponering			7 Medlemmernes formue	2.420.582	3.028.335
Overført til udlodning næste år	÷260.640	÷159.012	Afledte finansielle instrumenter:		
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	÷260.640	÷159.012	Unot. afl. finansielle instr.	0	60.385
Overført til formuen	÷17.022	106.085	I alt afledte finansielle instr.	0	60.385
I alt disponeret	÷277.662	÷52.927	Anden gæld:		
			Skyldige omkostninger	168	1.595
			Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	21.687
			I alt anden gæld	168	23.282
			Passiver i alt	2.420.751	3.112.002

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	3,32	15,61	4,14	÷1,70	÷10,04
Benchmarkafkast (pct.)	4,38	16,64	6,08	2,68	÷4,57
Indre værdi (DKK pr. andel)	11.587,28	12.466,26	11.966,90	10.733,33	9.655,26
Nettoresultat (t.DKK)	196.602	617.240	176.181	÷52.927	÷277.662
Udbytte (DKK pr. andel)	850,00	1.000,00	1.080,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,25	1,15	1,25	1,29	1,30
ÅOP	-	1,52	1,63	1,63	1,51
Omsætningshastighed (antal gange)	0,23	0,46	1,24	0,59	0,71
Medlemmernes formue (t.DKK)	4.396.711	4.356.546	3.544.392	3.028.335	2.420.582
Antal andele	379.443	349.467	296.183	282.143	250.701
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	2015	2014
Indestående i depotselskab	6	2
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	181.906	240.428
Unoterede obligationer	2.928	1.095
Andre renteindtægter	914	0
I alt renteindtægter	185.754	241.525

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	499	0
I alt renteudgifter	499	0

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	÷ 121.489	202.000
Unoterede obligationer	3.513	÷ 247
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	11	0
Terminsforetninger/futures m.m.	÷ 290.179	÷ 459.892
Valutakonti	÷ 20.231	11.540
Øvrige aktiver/passiver	229	÷ 170
Handelsomkostninger	÷ 144	÷ 159
I alt kursgevinster og -tab	÷ 428.291	÷ 246.929

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷ 173	÷ 202
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	29	43
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷ 144	÷ 159

NOTE 5: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK			
2015		2014	
Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	255	0	343
Managementonorar	30.655	0	42.343
Fast administrationsonorar	3.716	0	4.715
I alt opdelte adm.omk.	34.626	0	47.402
I alt adm.omkostninger	34.626	0	47.524

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 6: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK	2015	2014
--	------	------

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING			
Renter og udbytter	185.255	241.525	
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	499	0	
Kursgevinst til udlodning	÷ 319.176	÷ 425.770	
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	31.794	25.137	
Udlodning overført fra sidste år	÷ 159.012	96	
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	÷ 260.640	÷ 159.012	
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	34.626	47.524	
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷ 133	4.432	
I alt til rådighed for udlodning, brutto	÷ 295.399	÷ 202.103	
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	÷ 34.759	÷ 43.092	
I alt til rådighed for udlodning, netto	÷ 260.640	÷ 159.012	

NOTE 7: MEDLEMMERNES FORMUE	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK

Medlemmernes formue primo	282.143	3.028.335	296.183	3.544.392
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		0		÷ 319.878
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		0		÷ 15.575
Emissioner i året	16.469	180.653	46.576	539.355
Indløsninger i året	÷ 47.911	÷ 513.178	÷ 60.616	÷ 672.933
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		2.434		5.901
Overførsel af periodens resultat		÷ 17.022		106.085
Overført til udlodning næste år		÷ 260.640		÷ 159.012
I alt medlemmernes formue	250.701	2.420.582	282.143	3.028.335

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2015	2014
--------------------------------	------	------

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	54,0	65,1
§144a - Nyemitterede	35,8	31,2
Øvrige finansielle instrumenter	4,1	÷ 0,6
I alt finansielle instrumenter	93,8	95,7
Øvrige aktiver og passiver	6,2	4,3
I alt	100,0	100,0

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallevej 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			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	73.516	60.174	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	195	0	Indestående i depotselskab	38.831	74.894
I alt renter og udbytter	73.321	60.174	I alt likvide midler	38.831	74.894
3 Kursgevinster og -tab:			Obligationer:		
Obligationer	÷24.551	59.008	Not. obl. fra udl. udstedere	774.376	1.027.378
Afledte finansielle instr.	÷117.754	÷123.940	Unoterede obligationer	19.244	43.604
Valutakonti	335	÷9.117	I alt obligationer	793.620	1.070.982
Øvrige aktiver/passiver	68	÷48	Afl. finansielle instr.:		
4 Handelsomkostninger	÷146	÷102	Unot. afl. finansielle instr.	3.849	1.491
I alt kursgevinster og -tab	÷142.049	÷74.200	I alt afledte finansielle instr.	3.849	1.491
I alt indtægter	÷68.728	÷14.026	Andre aktiver:		
5 Administrationsomkostninger	14.053	12.208	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	14.529	18.671
Resultat før skat	÷82.782	÷26.233	Mellemvær. vedr. handelsafv.	1.899	1.717
Skat	0	0	I alt andre aktiver	16.428	20.388
Årets nettoresultat	÷82.782	÷26.233	Aktiver i alt	852.727	1.167.756
Overskudsdisponering			Passiver		
Overført til formuen	÷82.782	÷26.233	6 Medlemmernes formue	844.779	1.121.203
I alt disponeret	÷82.782	÷26.233	Afledte finansielle instrumenter:		
			Unot. afl. finansielle instr.	7.886	37.828
			I alt afledte finansielle instr.	7.886	37.828
			Anden gæld:		
			Skyldige omkostninger	62	676
			Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	8.049
			I alt anden gæld	62	8.725
			Passiver i alt	852.727	1.167.756

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	2013	2014	2015
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	15.821	÷26.233	÷82.782
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	0,04	0,63	0,70
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	638.417	1.121.203	844.779

* 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	2015	2014
Indestående i depotselskab	1	0
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	71.927	59.481
Unoterede obligationer	1.589	693
I alt renteindtægter	73.516	60.174

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	195	0
I alt renteudgifter	195	0

NOTE 3: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	+28.757	58.293
Unoterede obligationer	4.205	715
Terminforretninger/futures m.m.	+117.754	+123.940
Valutakonti	335	+9.117
Øvrige aktiver/passiver	68	+48
Handelsomkostninger	+146	+102
I alt kursgevinster og -tab	+142.049	+74.200

NOTE 4: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	+172	+153
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	26	51
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+146	+102

	2015		2014	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	102	0	70	22
Managementhonorar	12.441	0	10.872	0
Fast administrationshonorar	1.511	0	1.244	0
I alt opdeltede adm.omk.	14.053	0	12.186	22
I alt adm.omkostninger		14.053		12.208

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 6: MEDLEMMERNES FORMUE	2015	2014
	Antal andele i 1.000 DKK	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	1.121.203	638.417
Emissioner i året	31.691	527.605
Indløsninger i året	+226.978	+21.928
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	1.645	3.342
Overførsel af periodens resultat	+82.782	+26.233
I alt medlemmernes formue	844.779	1.121.203

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN

Finansielle instrumenter i pct.

	2015	2014
Børsnoterede finansielle instrumenter	60,2	57,7
§144a - Nyemitterede	31,5	33,9
Øvrige finansielle instrumenter	1,8	0,6
I alt finansielle instrumenter	93,5	92,3
Øvrige aktiver og passiver	6,5	7,7
I alt	100,0	100,0

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

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 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« 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, hvilket vil sige obligationer med lav kreditkvalitet, der primært er udstedt i USD. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for high yield-virksomhedsobligationer. Andelsklassen afdækker valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er 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 risikoindekoren er andelsklassen placeret i kategori 4 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav et negativt afkast på 8,40 pct. i 2015 målt i SEK, mens benchmark faldt 4,07 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. Andelsklassen har ikke indfriet vores forventning om et lavt, men positivt, afkast på grund af stigende lange amerikanske renter og højere merrente på high yield-obligationer i forhold til sammenlignelige amerikanske statsobligationer.

Markedet

High yield-obligationer gav et negativt afkast i 2015. De positive faktorer, som havde præget markedet tidligere på

året og understøttet kurserne på high yield-obligationer som f.eks. stabile råvarepriser, kraftig kapitalindstrømning og rentefald på amerikanske statsobligationer, blev erstattet af markedsforhold præget af flygtige kapitalstrømme og kraftigt faldende råvarepriser. Som følge af disse forandringer klarede CCC-obligationer sig markant dårlige end BB- og B-obligationer. Derudover har udviklingen i råvarepriserne skabt store udfordringer særligt i andet halvår af 2015, og det medførte, at udstedelser inden for både energi, metal og minedrift klarede sig markant dårligere end andre sektorer.

Efter to måneder med kapitalindstrømning i starten af året oplevede investeringsforeninger med high yield-obligationer syv måneder i træk med tilbagesalg, hvilket sluttede i oktober, hvor markedet oplevede den næststørste kapitalindstrømning nogensinde. Antallet af nyudstedelser faldt markant i 2015 i forhold til året før. Antallet af misligholdelser på high yield-obligationsmarkedet var moderat i 2015, særligt hvis man ikke medregner de hårdt prøvede sektorer for energi, metal og minedrift, som tegnede sig for størstedelen af årets misligholdelser.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 4,33 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Varigheden havde en positiv indvirkning på afdelingens relative afkast. Andelsklassens varighed er på niveau med dets benchmark, men er overvægtet i kortere obligationer, hvilket klarede sig bedre end mellemlange og lange high yield-obligationer i 2015. Andelsklassens undervægt af BB-obligationer påvirkede det relative afkast negativt. Omvendt var der positive bidrag fra vores obligationsvalg inden for BB-, og B-obligationer. I modsætning til benchmark fastholder andelsklassen dog allokeringen til CCC-obligationer. Disse obligationer klarede sig i perioden dårligere end benchmark og trak ned i det relative afkast.

Andelsklassens undervægt inden for cyklisk forbrug udgjorde det største negative sektorbidrag og trak ned i det relative afkast. Denne negative effekt blev dog delvist opvejet af den positive effekt fra afdelingens overvægt inden for ikke-cyklisk forbrug. Andelsklassens investeringer inden for

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: September 2013
Risikoindeks (1-7): 4
Benchmark: Barclays US High Yield Ba B Cash Pay ex Financials Index - hedged SEK
Fondskode: DK0060507358
Porteføljeradgiver: DDJ Capital Management, LLC

Varigheder

0-1 år	1,0%
1-3 år	12,8%
3-5 år	60,9%
5-10 år	19,7%
Øvrige inkl. likvide	5,6%

US High Yield Bonds, klass SEK W h

Andelsklasse under US High Yield Bonds – Akkumulerende KL

energi og basisindustri gav et lavere afkast end i benchmark og trak ned i det relative afkast. Derimod klarede andelsklassens investeringer inden for kommunikation sig bedre end benchmark og bidrog positivt til det relative afkast.

På udstederniveau bidrog Harbinger Group, Zebra Technologies og First Quality positivt til afkastet. Peabody Energy, Breitburn Energy og Rex Energy var de største negative bidragsydere til afkastet i 2015. Alle disse udstedere er enten en del af energisektoren eller kulsektoren, og kursen på deres obligationer faldt dramatisk i forbindelse med de kraftigt faldende råvarepriser i 2015.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Vi vurderer, at andelsklassens primære risici vedrører fremtidsudsigterne og den finansielle stilling hos de enkelte udstedere, som andelsklassen investerer i. Selvom andelsklassen fortsat er eksponeret mod faldende renter, hvilket typisk er til fordel for high yield-obligationer af høj kvalitet med lang løbetid, så medfører den seneste renteforhøjelse fra den amerikanske centralbank, Fed samt indikationer af løbende forhøjelser i løbet af de næste mange kvartaler, at andelsklassen med sin kortere varighed bør opnå gode relative afkast. De kraftigt faldende råvarepriser vil dog givetvis føre til flere misligholdelser, hvilket især rammer i sektorer med eksponering mod råvaremarkedet. Denne udvikling vil dog ikke nødvendigvis føre til en større bølge af misligholdelser på det bredere high yield-marked. Andelsklassens undervægt af BB-obligationer og overvægt af både Caa-obligationer og udstedelser fra energisektoren i forhold til benchmark medfører, at andelsklassens afkast kan blive presset, hvis investeringsforeninger med high yield-obligationer oplever tilbagesalg, og råvarepriserne forbliver lave.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer lave, men positive, afkast på obligationsmarkederne i resten af 2016. Vi foretrækker fortsat high yield-papirer med en rente, der ligger over markedsniveauet, men som har en risikoprofil under gennemsnittet. I det aktuelle marked vurderer vi dog, at det vil være fornuftigt at sætte

en del af andelsklasseen i likvide obligationer af højere kvalitet og med en lavere rente, som vi vurderer giver større sikkerhed på nuværende tidspunkt. Vi har desuden solgt visse positioner i løbet af året med henblik på at reducere andelsklassens risikoprofil. Til trods for det arbejder vi på at udnytte markedsudsving med henblik på at identificere og købe attraktive obligationer fra udstedere, som ifølge vores analyser er sunde selskaber.

Efter vores mening vil den usikkerhed, der er set på high yield-markedet i de seneste kvartaler, fortsætte på kort til mellemlangt sigt, i takt med at markedsdeltagerne tilpasser sig virkningen af en varig global opbremsning, særligt i kinesisk økonomi, og ikke blot med hensyn til den potentielle effekt på global vækst, men også virkningen på råvarepriserne. Derudover har det forventede pengepolitiske kurs-skifte i USA også bidraget til større usikkerhed på markedet.

Efterhånden som markedet begynder på omstillingen til højere renter, vurderer vi, at der helt sikkert vil komme mange perioder med øget markedsudsving i lighed med det, vi oplevede i december 2015. Markedsudsving kan potentielt fremkalde tilbagesalg til investeringsforeninger med high yield-obligationer, hvilket kan lægge yderligere pres på kurserne på disse papirer. Vi forventer desuden, at den faldende likviditet fortsat vil øge usikkerheden på markedet, hvilket igen vil lægge stort pres på kurserne på high yield-obligationerne. Med markedets øgede følsomhed over for rentestigninger og virkningen af lavere råvarepriser venter vi, at afkastet i 2016 primært vil være drevet af renteafkast og i mindre grad af kursstigninger.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

US High Yield Bonds, klass SEK Wh

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	2015
Afkast i SEK (pct.)*	-	-	2,98	0,55	÷8,40
Benchmarkafkast i SEK (pct.)*	-	-	3,60	3,30	÷4,07
Indre værdi (SEK pr. andel)	-	-	102,98	103,56	94,86
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	136	÷15.500	÷11.459
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	1,28	1,30	1,30
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	27.780	204.927	207.398
Antal andele	-	-	320.000	2.517.398	2.683.213
Stykstørrelse i SEK	-	-	100	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷21.106	÷6.862
Klassespecifikke transaktioner:		
Terminforretninger	12.459	÷7.500
Administrationsomkostninger	2.812	1.137
Klassens resultat	÷11.459	÷15.500
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	204.927	27.780
Emissioner i året	13.840	191.412
Indløsninger i året	0	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	89	1.234
Overførsel af periodens resultat	÷11.459	÷15.500
Medlemmernes formue ultimo	207.398	204.927
Antal andele		
Andele primo året	2.517.398	320.000
Emissioner i året	165.815	2.197.398
Indløsninger i året	0	0
Andele ultimo året	2.683.213	2.517.398

US High Yield Bonds, osuuslaji EUR Wh

Andelsklasse under US High Yield Bonds – Akkumulerende KL

Beretningen for andelsklassen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« 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, hvilket vil sige obligationer med lav kreditkvalitet, der primært er udstedt i USD. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for high yield-virksomhedsobligationer. Andelsklassen afdækker valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er 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 8,20 pct. i 2015 målt i EUR, mens benchmark faldt 4,06 pct. målt i EUR. Andelsklassens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. Andelsklassen har ikke indfriet vores forventning om et lavt, men positivt, afkast på grund af stigende lange amerikanske renter og højere merrente på high yield-obligationer i forhold til sammenlignelige amerikanske statsobligationer.

Markedet

High yield-obligationer gav et negativt afkast i 2015. De positive faktorer, som havde præget markedet tidligere på året og understøttet kurserne på high yield-obligationer som

f.eks. stabile råvarepriser, kraftig kapitalindstrømning og rentefald på amerikanske statsobligationer, blev erstattet af markedsforhold præget af flygtige kapitalstrømme og kraftigt faldende råvarepriser. Som følge af disse forandringer klarede CCC-obligationer sig markant dårlige end BB- og B-obligationer. Derudover har udviklingen i råvarepriserne skabt store udfordringer særligt i andet halvår af 2015, og det medførte, at udstedelser inden for både energi, metal og minedrift klarede sig markant dårligere end andre sektorer.

Efter to måneder med kapitalindstrømning i starten af året oplevede investeringsforeninger med high yield-obligationer syv måneder i træk med tilbagesalg, hvilket sluttede i oktober, hvor markedet oplevede den næststørste kapitalindstrømning nogensinde. Antallet af nyudstedelser faldt markant i 2015 i forhold til året før. Antallet af misligholdelser på high yield-obligationsmarkedet var moderat i 2015, særligt hvis man ikke medregner de hårdt prøvede sektorer for energi, metal og minedrift, som tegnede sig for størstedelen af årets misligholdelser.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 4,14 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Varigheden havde en positiv indvirkning på afdelingens relative afkast. Andelsklassens varighed er på niveau med dets benchmark, men er overvægtet i kortere obligationer, hvilket klarede sig bedre end mellemlange og lange high yield-obligationer i 2015. Andelsklassens undervægt af BB-obligationer påvirkede det relative afkast negativt. Omvendt var der positive bidrag fra vores obligationsvalg inden for BB-, og B-obligationer. I modsætning til benchmark fastholder andelsklassen dog allokeringen til CCC-obligationer. Disse obligationer klarede sig i perioden dårligere end benchmark og trak ned i det relative afkast.

Andelsklassens undervægt inden for cyklisk forbrug udgjorde det største negative sektorbidrag og trak ned i det relative afkast. Denne negative effekt blev dog delvist opvejet af den positive effekt fra afdelingens overvægt inden for ikke-cyklisk forbrug. Andelsklassens investeringer inden for energi og basisindustri gav et lavere afkast end i benchmark

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	1,0%
1-3 år	13,0%
3-5 år	62,0%
5-10 år	20,1%
Øvrige inkl. likvide	3,9%

US High Yield Bonds, osuuslaji EUR Wh

Andelsklasse under US High Yield Bonds – Akkumulerende KL

og trak ned i det relative afkast. Derimod klarede andelsklassens investeringer inden for kommunikation sig bedre end benchmark og bidrog positivt til det relative afkast.

På udstederniveau bidrog Harbinger Group, Zebra Technologies og First Quality positivt til afkastet. Peabody Energy, Breitburn Energy og Rex Energy var de største negative bidragsydere til afkastet i 2015. Alle disse udstedere er enten en del af energisektoren eller kulsektoren, og kursen på deres obligationer faldt dramatisk i forbindelse med de kraftigt faldende råvarepriser i 2015.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Vi vurderer, at andelsklassens primære risici vedrører fremtidsudsigterne og den finansielle stilling hos de enkelte udstedere, som andelsklassen investerer i. Selvom andelsklassen fortsat er eksponeret mod faldende renter, hvilket typisk er til fordel for high yield-obligationer af høj kvalitet med lang løbetid, så medfører den seneste renteforhøjelse fra den amerikanske centralbank, Fed samt indikationer af løbende forhøjelser i løbet af de næste mange kvartaler, at andelsklassen med sin kortere varighed bør opnå gode relative afkast. De kraftigt faldende råvarepriser vil dog givetvis føre til flere misligholdelser, hvilket især rammer i sektorer med eksponering mod råvaremarkedet. Denne udvikling vil dog ikke nødvendigvis føre til en større bølge af misligholdelser på det bredere high yield-marked. Andelsklassens undervægt af BB-obligationer og overvægt af både Caa-obligationer og udstedelser fra energisektoren i forhold til benchmark medfører, at andelsklassens afkast kan blive presset, hvis investeringsforeninger med high yield-obligationer oplever tilbagesalg, og råvarepriserne forbliver lave.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer lave, men positive, afkast på obligationsmarkederne i resten af 2016. Vi foretrækker fortsat high yield-papirer med en rente, der ligger over markedsniveauet, men som har en risikoprofil under gennemsnittet. I det aktuelle marked vurderer vi dog, at det vil være fornuftigt at sætte

en del af andelsklasseen i likvide obligationer af højere kvalitet og med en lavere rente, som vi vurderer giver større sikkerhed på nuværende tidspunkt. Vi har desuden solgt visse positioner i løbet af året med henblik på at reducere andelsklassens risikoprofil. Til trods for det arbejder vi på at udnytte markedsudsving med henblik på at identificere og købe attraktive obligationer fra udstedere, som ifølge vores analyser er sunde selskaber.

Efter vores mening vil den usikkerhed, der er set på high yield-markedet i de seneste kvartaler, fortsætte på kort til mellemlangt sigt, i takt med at markedsdeltagerne tilpasser sig virkningen af en varig global opbremsning, særligt i kinesisk økonomi, og ikke blot med hensyn til den potentielle effekt på global vækst, men også virkningen på råvarepriserne. Derudover har det forventede pengepolitiske kurs-skifte i USA også bidraget til større usikkerhed på markedet.

Efterhånden som markedet begynder på omstillingen til højere renter, vurderer vi, at der helt sikkert vil komme mange perioder med øget markedsudsving i lighed med det, vi oplevede i december 2015. Markedsudsving kan potentielt fremkalde tilbagesalg til investeringsforeninger med high yield-obligationer, hvilket kan lægge yderligere pres på kurserne på disse papirer. Vi forventer desuden, at den faldende likviditet fortsat vil øge usikkerheden på markedet, hvilket igen vil lægge stort pres på kurserne på high yield-obligationerne. Med markedets øgede følsomhed over for rentestigninger og virkningen af lavere råvarepriser venter vi, at afkastet i 2016 primært vil være drevet af renteafkast og i mindre grad af kursstigninger.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

US High Yield Bonds, osuuslaji EUR Wh

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	2015
Afkast i EUR (pct.)*	-	-	2,73	÷0,07	÷8,20
Benchmarkafkast i EUR (pct.)*	-	-	3,34	2,86	÷4,06
Indre værdi (EUR pr. andel)	-	-	10,27	10,27	9,42
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	1.037	÷5.478	÷12.670
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	1,28	1,30	1,30
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	38.321	257.302	36.926
Antal andele	-	-	500.000	3.365.759	525.025
Stykstørrelse i EUR	-	-	10	10	10

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷11.951	÷2.208
Klassespecifikke transaktioner:		
Terminforretninger	1.881	÷177
Administrationsomkostninger	2.601	3.093
Klassens resultat	÷12.670	÷5.478
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	257.302	38.321
Emissioner i året	2.924	244.787
Indløsninger i året	÷211.997	÷21.831
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	1.367	1.504
Overførsel af periodens resultat	÷12.670	÷5.478
Medlemmernes formue ultimo	36.926	257.302
Antal andele		
Andele primo året	3.365.759	500.000
Emissioner i året	38.891	3.140.338
Indløsninger i året	÷2.879.625	÷274.578
Andele ultimo året	525.025	3.365.759

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 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« 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, hvilket vil sige obligationer med lav kreditkvalitet, der primært er udstedt i USD. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for high yield-virksomhedsobligationer. Andelsklassen afdækker valutarisici, så udsving i valutakurserne påvirker ikke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er 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 risikoindekoren er andelsklassen placeret i kategori 4 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Andelsklassen gav et negativt afkast på 8,61 pct. i 2015, mens benchmark faldt 4,57 pct. Andelsklassens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. Andelsklassen har ikke indfriet vores forventning om et lavt, men positivt, afkast på grund af stigende lange amerikanske renter og højere merrente på high yield-obligationer i forhold til sammenlignelige amerikanske statsobligationer.

Markedet

High yield-obligationer gav et negativt afkast i 2015. De positive faktorer, som havde præget markedet tidligere på året og understøttet kurserne på high yield-obligationer som

f.eks. stabile råvarepriser, kraftig kapitalindstrømning og rentefald på amerikanske statsobligationer, blev erstattet af markedsforhold præget af flygtige kapitalstrømme og kraftigt faldende råvarepriser. Som følge af disse forandringer klarede CCC-obligationer sig markant dårlige end BB- og B-obligationer. Derudover har udviklingen i råvarepriserne skabt store udfordringer særligt i andet halvår af 2015, og det medførte, at udstedelser inden for både energi, metal og minedrift klarede sig markant dårligere end andre sektorer.

Efter to måneder med kapitalindstrømning i starten af året oplevede investeringsforeninger med high yield-obligationer syv måneder i træk med tilbagesalg, hvilket sluttede i oktober, hvor markedet oplevede den næststørste kapitalindstrømning nogensinde. Antallet af nyudstedelser faldt markant i 2015 i forhold til året før. Antallet af misligholdelser på high yield-obligationsmarkedet var moderat i 2015, særligt hvis man ikke medregner de hårdt prøvede sektorer for energi, metal og minedrift, som tegnede sig for størstedelen af årets misligholdelser.

Vurdering af andelsklassens resultat

Andelsklassens afkast var 4,04 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Varigheden havde en positiv indvirkning på afdelingens relative afkast. Andelsklassens varighed er på niveau med dets benchmark, men er overvægtet i kortere obligationer, hvilket klarede sig bedre end mellemlange og lange high yield-obligationer i 2015.

Andelsklassens undervægt af BB-obligationer påvirkede det relative afkast negativt. Omvendt var der positive bidrag fra vores obligationsvalg inden for BB-, og B-obligationer. I modsætning til benchmark fastholder andelsklassen dog allokeringen til CCC-obligationer. Disse obligationer klarede sig i perioden dårligere end benchmark og trak ned i det relative afkast.

Andelsklassens undervægt inden for cyklisk forbrug udgjorde det største negative sektorbidrag og trak ned i det relative afkast. Denne negative effekt blev dog delvist opvejet af den positive effekt fra afdelingens overvægt inden for ikke-cyklisk forbrug. Andelsklassens investeringer inden for energi og basisindustri gav et lavere afkast end i benchmark

Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: September 2013
Risikoindeks (1-7): 4
Benchmark: Barclays US High Yield Ba B Cash Pay ex Financials Index - hedged DKK
Fondskode: DK0060507192
Porteføljeradgiver: DDJ Capital Management, LLC

Varigheder

0-1 år	1,0%
1-3 år	13,1%
3-5 år	62,0%
5-10 år	20,1%
Øvrige inkl. likvide	3,8%

US High Yield Bonds – Akkumulerende, klasse DKK W

Andelsklasse under US High Yield Bonds – Akkumulerende KL

og trak ned i det relative afkast. Derimod klarede andelsklassens investeringer inden for kommunikation sig bedre end benchmark og bidrog positivt til det relative afkast.

På udstederniveau bidrog Harbinger Group, Zebra Technologies og First Quality positivt til afkastet. Peabody Energy, Breitburn Energy og Rex Energy var de største negative bidragsydere til afkastet i 2015. Alle disse udstedere er enten en del af energisektoren eller kulsektoren, og kursen på deres obligationer faldt dramatisk i forbindelse med de kraftigt faldende råvarepriser i 2015.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Vi vurderer, at andelsklassens primære risici vedrører fremtidsudsigterne og den finansielle stilling hos de enkelte udstedere, som andelsklassen investerer i. Selvom andelsklassen fortsat er eksponeret mod faldende renter, hvilket typisk er til fordel for high yield-obligationer af høj kvalitet med lang løbetid, så medfører den seneste renteforhøjelse fra den amerikanske centralbank, Fed, samt indikationer af løbende forhøjelser i løbet af de næste mange kvartaler, at andelsklassen med sin kortere varighed bør opnå gode relative afkast. De kraftigt faldende råvarepriser vil dog givetvis føre til flere misligholdelser, hvilket især rammer i sektorer med eksponering mod råvaremarkedet. Denne udvikling vil dog ikke nødvendigvis føre til en større bølge af misligholdelser på det bredere high yield-marked. Andelsklassens undervægt af BB-obligationer og overvægt af både Caa-obligationer og udstedelser fra energisektoren i forhold til benchmark medfører, at andelsklassens afkast kan blive presset, hvis investeringsforeninger med high yield-obligationer oplever tilbagesalg, og råvarepriserne forbliver lave.

Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer lave, men positive, afkast på obligationsmarkederne i resten af 2016. Vi foretrækker fortsat high yield-papirer med en rente, der ligger over markedsniveauet, men som har en risikoprofil under gennemsnittet. I det aktuelle marked vurderer vi dog, at det vil være fornuftigt at sætte

en del af andelsklassen i likvide obligationer af højere kvalitet og med en lavere rente, som vi vurderer giver større sikkerhed på nuværende tidspunkt. Vi har desuden solgt visse positioner i løbet af året med henblik på at reducere andelsklassens risikoprofil. Til trods for det arbejder vi på at udnytte markedsudsving med henblik på at identificere og købe attraktive obligationer fra udstedere, som ifølge vores analyser er sunde selskaber.

Efter vores mening vil den usikkerhed, der er set på high yield-markedet i de seneste kvartaler, fortsætte på kort til mellemlangt sigt, i takt med at markedsdeltagerne tilpasser sig virkningen af en varig global opbremsning, særligt i kinesisk økonomi, og ikke blot med hensyn til den potentielle effekt på global vækst, men også virkningen på råvarepriserne. Derudover har det forventede pengepolitiske kurs-skifte i USA også bidraget til større usikkerhed på markedet.

Efterhånden som markedet begynder på omstillingen til højere renter, vurderer vi, at der helt sikkert vil komme mange perioder med øget markedsudsving i lighed med det, vi oplevede i december 2015. Markedsudsving kan potentielt fremkalde tilbagesalg til investeringsforeninger med high yield-obligationer, hvilket kan lægge yderligere pres på kurserne på disse papirer. Vi forventer desuden, at den faldende likviditet fortsat vil øge usikkerheden på markedet, hvilket igen vil lægge stort pres på kurserne på high yield-obligationerne. Med markedets øgede følsomhed over for rentestigninger og virkningen af lavere råvarepriser venter vi, at afkastet i 2016 primært vil være drevet af renteafkast og i mindre grad af kursstigninger.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det forventningen, at andelsklassen opnår et positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

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	2015
Afkast (pct.)*	-	-	2,65	÷0,23	÷8,61
Benchmarkafkast (pct.)*	-	-	3,26	2,68	÷4,57
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	102,65	102,42	93,59
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	14.648	÷5.256	÷58.652
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	1,28	1,29	1,31
ÅOP	-	-	1,61	1,63	1,51
Medlemmernes formue (t.DKK)	-	-	572.316	658.974	600.456
Antal andele	-	-	5.575.150	6.434.244	6.415.498
Stykstørrelse i DKK	-	-	100	100	100

* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015	1.1.-31.12.2014
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷50.012	2.659
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	8.640	7.915
Klassens resultat	÷58.652	÷5.256
Finansielle instrumenter i pct	2015	2014
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
Medlemmernes formue	2015	2014
Formueværdi i 1.000 DKK		
Medlemmernes formue primo	658.974	572.316
Emissioner i året	14.926	91.407
Indløsninger i året	÷14.981	÷97
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	189	603
Overførsel af periodens resultat	÷58.652	÷5.256
Medlemmernes formue ultimo	600.456	658.974
Antal andele		
Andele primo året	6.434.244	5.575.150
Emissioner i året	141.053	860.044
Indløsninger i året	÷159.799	÷950
Andele ultimo året	6.415.498	6.434.244

USA

Investerer i amerikanske aktier. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investo- rernes afkast.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med års- rapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarke- derne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i aktier i selskaber, der er hjemme- hørende i, eller som har hovedaktivitet i, eller som er noteret på markedspladser i USA, har afdelingen en investerings- mæssig risiko i forhold til udviklingen i amerikanske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valuta- kurserne påvirker afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici, der er knyttet til udsving på aktiemarkedet, ekspone- ring til udlandet, enkeltlanderisiko, selskabsspecifikke for- hold, modpartsrisiko og valuta.

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

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et afkast på 8,84 pct., mens bench- mark steg 12,40 pct. Afdelingens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men det opnåede afkast har indfriet vores forventning om posi- tivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøgletal som stigende beskæftigelse, fortsat lave renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

Udviklingen i markedet var primært drevet af store selskaber som f.eks. Amazon.com, Facebook og Alphabet, der tidligere hed Google. Det største bidrag i benchmark kom fra for- brugsgoder, efterfulgt af sundhedspleje og konsumentvarer. Energi var den sektor, der trak mest ned. Afdelingens valu- tasikring betød, at udviklingen i det hedgede benchmark var negativt.

Investorerne stod over for et blandet billede af den globale økonomi, centralbankernes lempelig pengepolitik og risikoen for, at Grækenland skulle forlade euroområdet. Grækenland indtog hovedrollen i løbet af sommeren, efter at gældsfor- handlingerne brød sammen, og landet misligholdt sin gæld til den Internationale Valutafond, IMF, hvilket udløste pessi- misme blandt investorerne på de globale finansmarkeder.

Frygten fik ny næring af en uventet devaluering af Kinas valuta og yderligere bekymringer om Kinas økonomiske afmatning og de potentielle følgevirkninger deraf. Den ame- rikanske centralbank [Fed] meldte sig klar til at forhøje den korte rente i andet halvår af 2015, men i september holdt Fed dog renten uændret, hvilket primært skyldtes en ungun- stig udvikling i den globale økonomi, moderat strammere finansielle vilkår i USA og lav inflation. I midten af december forhøjede Fed så den korte rente.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast var 3,56 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Afdelingen var sammensat af flere strategier. Cirka en fjerdedel af afdelingen blev indtil medio juli forvaltet 300 North Capital, der er en amerikanske mid cap-manager. Afdelingen bestod 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, aktier udstedt af selskaber med særlig fokus på udbetaling af udbytte samt aktier med mindre udsving end markedet som helhed. Før medio juli udgjorde denne del 50 pct. af porteføljen og efter ca. 75 pct. af porteføljen. Afkastet på disse dele var i perioden dårligere end markedet som helhed. Især aktier, som var billigt pris- fastsat og selskaber med fokus på udbetaling af udbytter, havde det svært. En mindre del af porteføljen var investeret i

Afdelingens profil

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

Branchefordeling

Informationsteknologi	25,7%
Finans	16,5%
Forbrugsgoder	12,0%
Sundhedspleje	11,2%
Konsumentvarer	9,7%
Øvrige inkl. likvide	24,9%

Nøgletal

Sharpe Ratio	1,51
Standardafvigelse	11,62
Tracking error	2,33
Information Ratio	-0,99
Sharpe Ratio (benchm.)	1,69
Standardafvigelse (benchm.)	11,71
Active share	51,33

USA

en portefølje af aktier inden for it-sektoren. Afkastet på denne del af porteføljen var højere end afdelingens benchmark. Endeligt var ca. 10-15 pct. af afdelingen investeret i en portefølje, som følger markedsudviklingen tæt.

Særlige risici ved markedsudviklingen i 2016

Den økonomiske vækst i verdensøkonomien, herunder væksten i de udviklede markeder USA, Europa og Japan, er fortsat understøttet af en særdeles lempelig pengepolitik fra centralbankernes side. I Europa er den økonomiske udvikling positivt påvirket af de lave renteniveauer, en fortsat svækket EUR i forhold til USD samt lempelige finansielle vilkår. Modsat er situationen i amerikansk økonomi negativt påvirket af den stærke USD, indenlandskorienteret vækst, der udvikler sig positivt, og den amerikanske centralbanks nyligt påbegyndte forhøjelse af de ledende renter. Usikkerheden i forhold til såvel timingen som omfanget af renteforhøjelserne i USA, en fortsat lempelig pengepolitik i Europa og Japan samt et fald i den økonomiske aktivitet vil kunne slå negativt igennem på det globale og europæiske aktiemarked.

Feds rentebeslutninger kan få en negativ indvirkning på porteføljen. Hvis Fed beslutter ikke at hæve renten yderligere som følge af global vækstusikkerhed eller andre faktorer, kan det påvirke kursen på vores rentefølsomme aktier inden for finanssektoren. Generel usikkerhed om de amerikanske renter vil formentlig føre til uro på de globale markeder i 2016.

Flere undersøgelser omkring prisfastsættelsen af lægemidler kan også få negativ indvirkning på vores medicinalaktier. Vi har fokus på analyse af enkeltaktier inden for sundhedspleje og er på udkig efter innovative selskaber med en kompetent ledelse og en god udviklingsportefølje.

Afdelingens væsentligste risiko er den del, der er investeret i aktier udstedt af mindre virksomheder, aktier som er særligt billigt prisfastsat, aktier udstedt af selskaber med særlig fokus på udbetaling af udbytte samt aktier med mindre udsving end markedet som helhed, da denne del udgør størstedelen. Især aktier udstedt af mindre virksomheder og aktier, som er særligt billigt prisfastsat, udgør en risiko, da disse aktier typisk vil have det svært i en eventuelt økonomisk krise.

Forventninger til markedet samt strategi

Den underliggende udvikling i verdensøkonomien er fortsat positiv, og særligt europæisk økonomi oplever en pæn vækst. Der forventes fortsat en pæn udvikling i den økonomiske vækst i USA, men væksten vil blive påvirket af fortsatte stramninger af pengepolitikken i 2016. Modsat er det økonomiske miljø i Europa understøttende for udviklingen på aktie-

markederne, som kombineret med en indtjeningsudvikling med fortsat positivt potentiale og en rimelig prisfastsættelse understøtter vores forventninger. Vi forventer derfor moderat positive afkast på globale aktier baseret på en positiv udvikling i verdensøkonomien med vækstmodvind i USA drevet af en styrket USD og rentestigninger. I Europa forventer vi vækstmodvind drevet af en svækket EUR over for USD samt fortsat lave råvarepriser, som er understøttende for privatforbruget samt en stabilisering af udviklingen i de nye markeder.

Vi fastholder som udgangspunkt afdelingens nuværende balance med betydelige investeringer i sektorerne sundhed, diskretionært forbrug, informationsteknologi og stabilt forbrug, mens vi indtil videre har en undervægt inden for telekommunikation og energi, ligesom vi har fravalgt investeringer i forsyningssektoren.

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 et godt resultat samtidig med, at strategiernes karakteristika samlet set giver en afbalanceret risikoprofil for afdelingen. Afdelingen vil derfor fortsat afspejle den del af markedet, som vi mener over tid giver et højere afkast end markedet, herunder selskaber, som er særligt billigt prisfastsat, små og mellemstore selskaber og kvalitetsselskaber med fokus på udbetaling af udbytte. Med henblik på at balancere afdelingens risikoprofil vil vi også investere i aktier, som gør det særligt godt i stressede markeder. Herudover vil afdelingen løbende være investeret i sektorer, som vi mener vil klare sig bedre end markedet, herunder it-sektoren.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark, hvilket blandt andet afhænger af udviklingen i den økonomiske vækst i USA og Kina, prisudviklingen for olie og andre råvarer samt den geopolitiske situation i Mellemøsten og Europa.

USA

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Renteindtægter	2	0	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	81	1	Indestående i depotselskab	16.136	23.379
3 Udbytter	114.206	62.731	I alt likvide midler	16.136	23.379
I alt renter og udbytter	114.127	62.730	Kapitalandele:		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. aktier fra udl. selskaber	4.465.570	3.917.973
Kapitalandele	159.581	657.791	Unot. kap.andele fra udl. selsk.	17.625	0
Valutakonti	26.426	8.482	I alt kapitalandele	4.483.195	3.917.973
Øvrige aktiver/passiver	÷34	111	Andre aktiver:		
5 Handelsomkostninger	÷2.333	÷1.116	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	5.352	3.159
I alt kursgevinster og -tab	183.641	665.268	Aktuelle skatteaktiver	436	256
I alt indtægter	297.768	727.998	I alt andre aktiver	5.788	3.414
6 Administrationsomkostninger	47.506	40.660	Aktiver i alt	4.505.119	3.944.766
Resultat før skat	250.261	687.338	Passiver		
7 Skat	12.352	7.427	9 Medlemmernes formue	4.504.822	3.942.267
Årets nettoresultat	237.909	679.911	Anden gæld:		
Overskudsdisponering			Skyldige omkostninger	296	2.499
Foreslået udlodning	956.814	361.160	I alt anden gæld	296	2.499
Overført til udlodning næste år	678	1.861	Passiver i alt	4.505.119	3.944.766
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	957.492	363.021			
Overført til formuen	÷719.583	316.890			
I alt disponeret	237.909	679.911			

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast (pct.)	÷1,79	10,39	25,96	23,53	8,84
Benchmarkafkast (pct.)	4,47	14,00	26,09	28,09	12,40
Indre værdi (DKK pr. andel)	119,72	132,17	151,67	157,18	157,72
Nettoresultat (t.DKK)	÷212.168	264.371	660.850	679.911	237.909
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	13,00	24,10	14,40	33,50
Administrationsomkostninger (pct.)	1,27	1,17	1,22	1,29	1,04
ÅOP	1,56	1,41	1,56	1,57	0,89
Omsætningshastighed (antal gange)	0,48	0,62	0,88	0,36	0,74
Medlemmernes formue (t.DKK)	2.774.864	3.047.050	2.868.081	3.942.267	4.504.822
Antal andele	23.177.418	23.054.778	18.910.622	25.080.582	28.561.608
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	2015	2014
Indestående i depotselskab	2	0
I alt renteindtægter	2	0

NOTE 2: RENTEUDGIFTER I 1.000 DKK	2015	2014
Andre renteudgifter	81	1
I alt renteudgifter	81	1

NOTE 3: UDBYTTER I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	113.570	62.723
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	637	8
I alt udbytter	114.206	62.731

NOTE 4: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	159.835	657.791
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	÷254	0
Valutakonti	26.426	8.482
Øvrige aktiver/passiver	÷34	111
Handelsomkostninger	÷2.333	÷1.116
I alt kursgevinster og -tab	183.641	665.268

NOTE 5: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	÷3.894	÷2.030
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	1.561	914
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷2.333	÷1.116

NOTE 6: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014		
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	280	99
Managementhonorar	41.083	0	36.225	0
Fast administrationshonorar	6.423	0	4.056	0
I alt opdelte adm.omk.	47.506	0	40.561	99
I alt adm.omkostninger		47.506		40.660

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 7: SKAT I 1.000 DKK	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	12.352	7.427
I alt skat	12.352	7.427

NOTE 8: DISPONERET I ALT VEDR. UDLODNING I 1.000 DKK	2015	2014
--	------	------

OPGØRELSE AF TIL RÅDIGHED FOR UDLODNING

Renter og udbytter	114.127	62.730
Ikke refunderbar udbytteskat	÷12.352	÷7.427
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	÷72	÷68
Kursgevinst til udlodning	827.378	304.010
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	75.171	50.704
Udlodning overført fra sidste år	1.861	0
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	1.006.112	409.949
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	47.506	40.660
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷1.114	÷6.268
I alt til rådighed for udlodning, netto	957.492	363.021

NOTE 9: MEDLEMMERNES FORMUE	2015	2014
-----------------------------	------	------

	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	25.080.582	3.942.267	18.910.622	2.868.081
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷361.160		÷455.746
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		61.243		2.265
Emissioner i året	15.779.419	2.696.651	11.048.374	1.543.464
Indløsninger i året	÷12.298.393	÷2.076.343	÷4.878.414	÷698.383
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		4.254		2.676
Foreslået udlodning		956.814		361.160
Overførsel af periodens resultat		÷719.583		316.890
Overført til udlodning næste år		678		1.861
I alt medlemmernes formue	28.561.608	4.504.822	25.080.582	3.942.267

SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN	2015	2014
--------------------------------	------	------

Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede finansielle instrumenter	99,1	99,4
Øvrige finansielle instrumenter	0,4	0,0
I alt finansielle instrumenter	99,5	99,4
Øvrige akiver og passiver	0,5	0,6
I alt	100,0	100,0

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

USA Low Volatility – Accumulating KL

Investerer 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 2015«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2016« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

Risikoprofil

Da afdelingen investerer i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller som har hovedaktivitet i USA, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i amerikanske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici, så udsving i valutakurserne derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet, der er til udsving på aktiemarkedet, eksponering til udlandet, enkeltlanderisiko, selskabs-specifikke 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 5 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2015 et afkast på 1,35 pct. målt i USD. Afdelingen har ikke et benchmark, men det opnåede afkast er meget tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen på det amerikanske aktiemarked, som steg 0,69 pct. målt i USD. Afdelingen har indfriet vores forvent-

ning om positivt, men behersket, afkast på grund af positive økonomiske nøgletal som stigende beskæftigelse, fortsat lave renter samt faldende råvarepriser. De nye markeder var dog udfordret i 2015, hvilket medvirkede til at give nogle betydelige udsving i løbet af året.

Markedet

Udviklingen i markedet var primært drevet af store selskaber som f.eks. Amazon.com, Facebook og Alphabet, der tidligere havde Google. Det største bidrag i benchmark kom fra forbrugsgoder, efterfulgt af sundhedspleje og konsumentvarer. Energi var den sektor, der trak mest ned. Afdelingens valutasingling betød, at udviklingen i det hedgede benchmark var negativt.

Investorerne stod over for et blandet billede af den globale økonomi, centralbankernes lempelige pengepolitik og risikoen for, at Grækenland skulle forlade euroområdet. Grækenland indtog hovedrollen i løbet af sommeren, efter at gældsforhandlingerne brød sammen, og landet misligholdt sin gæld til den Internationale Valutafond, IMF, hvilket udløste pessimisme blandt investorerne på de globale finansmarkeder.

Frygten fik ny næring af en uventet devaluering af Kinas valuta og yderligere bekymringer om Kinas økonomiske afmatning og de potentielle følgevirkninger deraf. Den amerikanske centralbank (Fed) meldte sig klar til at forhøje den korte rente i andet halvår 2015, men i september holdt Fed dog renten uændret, hvilket primært skyldtes en ugunstig udvikling i den globale økonomi, moderat strammere finansielle vilkår i USA og lav inflation. I midten af december forhøjede Fed så den korte rente.

Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingen har ikke noget benchmark, men afdelingens afkast var 0,66 procentpoint højere end markedsudviklingen. Strategien i afdelingen er først og fremmest at minimere afkastudsvingene og give et stabilt afkast. Det betyder, at afdelingen har en lav andel i aktier, som traditionelt er kendetegnede ved store forventede kursudsving. I et stærkt stigende marked drevet af cykliske aktier vil afdelingens strategi som regel betyde, at afdelingen har svært ved at skabe et afkast på niveau med markedet.

Afdelingens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Juli 2008

Risikoindikator (1-7): 5

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060143485

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

Branchefordeling

Finans	20,8%
Informationsteknologi	16,4%
Konsumentvarer	15,2%
Sundhedspleje	10,1%
Forbrugsgoder	9,0%
Øvrige inkl. likvide	28,5%

USA Low Volatility – Accumulating KL

Som følge af investeringsstrategien har afdelingen været investeret i defensive aktier. Strategien medførte i 2015 en høj andel i de defensive sektorer såsom forsyning og konsumentvarer sammenholdt med det sammenlignelige marked. Allokeringen på sektorer bidrog negativt til det relative afkast. Aktieudvælgelsen har især inden for finanssektoren bidraget positivt til det relative afkast, hvor i mod aktieudvælgelsen inden for energi bidrog negativt.

Afdelingen er som følge af afdelingens strategi undervægtet i aktier med store kursudsving, og det forventer vi fortsat at være det i 2016. Hvis den amerikanske økonomi overrasker meget positivt, vil afdelingen være mindre eksponeret til denne overraskelse end det amerikanske aktiemarked generelt.

Særlige risici i forbindelse med markedsudviklingen i 2016

Den økonomiske vækst i verdensøkonomien, herunder væksten i de udviklede markeder USA, Europa og Japan, er fortsat understøttet af en særdeles lempelig pengepolitik fra centralbankernes side. I Europa er den økonomiske udvikling positivt påvirket af de lave renteniveauer, en fortsat svækket EUR i forhold til USD samt lempelige finansielle vilkår. Modsat er situationen i amerikansk økonomi negativt påvirket af den stærke USD, indenlandskorienteret vækst, der udvikler sig positivt, og Feds nyligt påbegyndte forhøjelse af de ledende renter. Usikkerheden i forhold til såvel timingen som omfanget af renteforhøjelserne i USA, en fortsat lempelig pengepolitik i Europa og Japan samt et fald i den økonomiske aktivitet vil kunne slå negativt igennem på det globale og europæiske aktiemarked.

Feds rentebeslutninger kan få negativ indvirkning på porteføljen. Hvis Fed beslutter ikke at hæve renten yderligere som følge af global vækstusikkerhed eller andre faktorer, vil det formentlig føre til uro på de globale markeder i 2016.

Forventet markedsudvikling samt strategi

De globale markeder var i 2015 præget af større udsving end tilfældet har været i de senere år. Det amerikanske marked oplever fremgang med relativ moderat vækst i BNP. Europæisk økonomi er blevet styrket, og de grundlæggende økonomiske faktorer er mere opmuntrende på tværs af regionen med Grækenland som undtagelsen. Lave energipriser og svækkede lokale valutaer har presset værdiansættelserne i Europa og Japan tættere på markedsværdien, og Kina har oplevet store stigninger på aktiemarkedet kombineret med aftagende økonomisk vækst. Vi forventer derfor moderat positive afkast på globale aktier baseret på en positiv udvikling i verdensøkonomien med vækstmodvind i USA drevet af en styrket USD og rentestigninger samt vækstmedvind i Europa drevet af en svækket EUR over for USD samt fortsat lave råvarepriser, som er understøttende for privatforbruget samt en stabilisering af udviklingen i de nye markeder.

Afdelingen har som følge af sin strategi en lav andel af aktier med store kursudsving og forventes fortsat at have det i 2016. Afdelingen vil tilstræbe at afspejle det amerikanske investeringsunivers samtidigt med, at risikoen for 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 amerikanske marked, når det stiger, og omvendt at afdelingen falder mindre, når det amerikanske marked falder.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2016 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast mindre end markedet. Derved er der overensstemmelse mellem afdelingens risici ved markedsudviklingen, vores generelle forventninger til markedet og vores forventninger til afdelingens afkast.

USA Low Volatility – Accumulating

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK	1.1.-31.12.2014 1.000 DKK		31.12.2015 1.000 DKK	31.12.2014 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1 Udbytter	2.623	2.596	Likvide midler:		
I alt renter og udbytter	2.623	2.596	Indestående i depotselskab	3.351	1.087
2 Kursgevinster og -tab:			I alt likvide midler	3.351	1.087
Kapitalandele	13.264	22.559	Kapitalandele:		
Valutakonti	421	225	Not. aktier fra udl. selskaber	105.993	113.947
Øvrige aktiver/passiver	÷3	4	I alt kapitalandele	105.993	113.947
3 Handelsomkostninger	÷48	÷23	Andre aktiver:		
I alt kursgevinster og -tab	13.634	22.765	Tilg.hav. renter; udbytter m.m.	124	154
I alt indtægter	16.257	25.360	Aktuelle skatteaktiver	3	2
4 Administrationsomkostninger	1.373	1.227	I alt andre aktiver	126	157
Resultat før skat	14.884	24.134	Aktiver i alt	109.470	115.191
5 Skat	354	323	Passiver		
Årets nettoresultat	14.529	23.810	6 Medlemmernes formue	109.462	115.121
Overskudsdisponering			Anden gæld:		
Overført til formuen	14.529	23.810	Skyldige omkostninger	7	69
I alt disponeret	14.529	23.810	I alt anden gæld	7	69
			Passiver i alt	109.470	115.191

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2011	2012	2013	2014	2015
Afkast i USD (pct.)	9,05	9,05	24,45	10,93	1,35
Indre værdi (USD pr. andel)	116,49	127,03	158,08	175,36	177,73
Nettoresultat (t.DKK)	5.594	9.232	18.629	23.810	14.529
Administrationsomkostninger (pct.)	1,48	1,25	1,25	1,25	1,24
ÅOP	1,57	1,31	1,32	1,31	1,31
Omsætningshastighed (antal gange)	0,41	0,14	0,27	0,23	0,51
Medlemmernes formue (t.DKK)	83.707	110.158	91.235	115.121	109.462
Antal andele	125.509	153.238	106.598	106.681	89.650
Stykstørrelse i USD	100	100	100	100	100

USA 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: UDBYTTER I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	2.623	2.596
I alt udbytter	2.623	2.596

NOTE 2: KURSGEVINSTER OG -TAB I 1.000 DKK	2015	2014
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	13.264	22.559
Vælutakonti	421	225
Øvrige aktiver/passiver	+3	4
Handelsomkostninger	-48	-23
I alt kursgevinster og -tab	13.634	22.765

NOTE 3: HANDELSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK	2015	2014
Bruttohandelsomkostninger	+57	+23
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	9	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+48	+23

	NOTE 4: ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER I 1.000 DKK			
	2015		2014	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	11	3
Managementhonorar	1.218	0	1.086	0
Fast administrationshonorar	155	0	127	0
I alt opdelte adm.omk.	1.373	0	1.223	3
I alt adm.omkostninger		1.373		1.227

Foreningens betaling for varetagelse af den daglige ledelse af foreningen samt for porteføljerådgivning/-forvaltning og for formidling på vegne af foreningens afdelinger består af et administrationshonorar og et managementhonorar i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S. Administrationshonoraret udgør et "fast administrationshonorar" som blandt andet inkluderer udgifter til bestyrelse, direktion, revision samt gebyrer til depotbanken for depotselskabsopgaven m.v. Managementhonoraret dækker porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling. Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter.

NOTE 5: SKAT I 1.000 DKK	2015	2014
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	354	323
I alt skat	354	323

NOTE 6: MEDLEMMERNES FORMUE	2015		2014	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	106.681	115.121	106.598	91.235
Emissioner i året	0	0	83	76
Indløsninger i året	+17.031	+20.210	0	0
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		21		0
Overførsel af periodens resultat		14.529		23.810
I alt medlemmernes formue	89.650	109.462	106.681	115.121
SUPPLERENDE NOTER TIL BALANCEN			2015	2014
Finansielle instrumenter i pct.				
Børsnoterede finansielle instrumenter			96,8	99,0
I alt finansielle instrumenter			96,8	99,0
Øvrige aktiver og passiver			3,2	1,0
I alt			100,0	100,0

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

Anvendt regnskabspraksis

Fællesnoter

Årsrapporten for 2015 aflægges efter lov om investeringsforeninger m.v. Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til årsrapporten for 2014.

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 afrundingsdifference 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 bliver indregnet 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 aktieudlån 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 bliver opgjort 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 investeringsbeviser«. Dette overførte beløb medtages ikke under administrationsomkostninger, når udlodningen gøres op.

Skat

Skat indeholder udbytteskat og renteskat, der er tilbageholdt i udlandet, og som ikke kan refunderes. Indregningen er baseret på en aktuel vurdering af de enkelte landes skatteregler og praksis.

Udlodning

De udloddende afdelinger foretager årligt en udlodning, der opfylder kravene til minimumsudlodning i Ligningslovens § 16 C.

»Til rådighed for udlodning« opgøres således at, i det omfang den pågældende afdeling har indkomst af den pågældende art, foretager afdelingen udlodning på grundlag af de i regnskabsåret

- indtjente renter samt vederlag for udlån af værdipapirer;
- indtjente udbytter fratrukket indeholdt udbytteskat og tillagt tilbageholdt udbytteskat samt låntagers betaling til långiver af dennes manglende udbytte ved aktieudlån,
- realiserede kursgevinster/-tab på kapitalandele (kursgevinster på kapitalandele som beskattes efter aktieavancebeskatningslovens § 19 beregnes dog efter lagerprincippet),
- realiserede kursgevinster /-tab på obligationer og skatkammerbeviser;
- realiserede kursgevinster/-tab på valutakonti,
- kursgevinster/-tab ved afdelingens anvendelse af afledte finansielle instrumenter, beregnet efter lagerprincippet.

Realiserede tab indgår således i afdelingernes udlodning, hvorved det udlodningspligtige beløb kan blive negativt. Den samlede negative udlodning for en afdeling overføres i så fald til fremførsel i efterfølgende års udlodning.

Inden udlodning fragår afdelingens administrationsomkostninger.

Udlodningsprocenten bliver beregnet 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 nedrunding 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 nedrundingen 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 udbytte« bestående af udbytter deklareret før balancedagen med afregning efter balancedagen.
- »Mellemværende vedrørende handelsafvikling« bestående af værdien af proventet fra salg af finansielle instrumenter samt fra emissioner før balancedagen, hvor betalingen sker efter balancedagen. Der foretages modregning i tilsvarende beløb omtalt under »Anden gæld« pr. modpart pr. dag, betalingerne forfalder.
- »Aktuelle skatteaktiver« bestående af refunderbar udbytteskat og renteskat tilbageholdt i udlandet.

Medlemmernes formue

»Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser« består af den foreslåede udlodning pr. 31. december året før beregnet som udbytteprocenten ganget med cirkulerende kapital pr. 31. december året før.

»Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning« består af forskellen mellem den efter generalforsamlingen udbetalte udlodning på grundlag af den på dette tidspunkt cirkulerende kapital og udlodningen beregnet pr. 31. december året før.

Anden gæld

»Anden gæld« måles til dagsværdi.

»Mellemværende vedrørende handelsafvikling« består af værdien af proventet fra køb af finansielle instrumenter samt fra indløsninger før balancedagen, hvor betalingen sker efter balancedagen. Der foretages modregning i tilsvarende beløb omtalt under »Andre aktiver« pr. modpart pr. dag, betalingerne forfalder.

Omregning af fremmed valuta

Valutakursdifferencer, der opstår mellem transaktionsdagens kurs og kursen på betalingsdag, indregnes i resultatopgørelsen under »Kursgevinster og -tab«.

Transaktioner i fremmed valuta omregnes til transaktionsdagens kurs. Værdipapirbeholdninger, likvide midler og tilgodehavender i fremmed valuta omregnes til balancedagens kurs. Forskellen mellem balancedagens kurs og kursen på tidspunktet for værdipapirbeholdningens anskaffelse eller tilgodehavendets opståen indregnes i resultatopgørelsen under »Kursgevinster og tab«.

Afdelinger med andelsklasser

Visse afdelinger udbydes i flere andelsklasser i forskellige valutaer. En sådan afdeling består således af en fællesportefølje, hvor der foretages den for andelsklassernes fælles investering i værdipapirer og afholdes omkostninger afledt heraf. Hertil kommer andelsklassernes klassespecifikke transaktioner fra valutaafdækning, bankkonti samt omkostninger.

Der udarbejdes et samlet regnskab for hele afdelingen samt noter til de enkelte andelsklasser.

Nøgletallene vedrørende afkast, indre værdi, omkostninger og antal andele beregnes for de enkelte klasser. I de tilfælde, hvor en klasse ved etableringen viderefører den pågældende afdeling, vises de for klassen relevante nøgletal med historikken.

Afdelingsfusion

Ved fusion indregnes og måles de overtagne aktiver og forpligtelser i den ophørende afdeling til disses dagsværdi på ombytningsdagen. Fusionsvederlaget, som den fortsættende afdeling modtager på ombytningsdagen tilføres afdelingen i en særlig linje under »Medlemmernes formue«. Der foretages hverken tilpasning af formuen primo i den fortsættende afdeling eller af sammenligningstal i resultatopgørelse, balance og noter.

Nøgletal

Afkast

Beregnes således:

$$\frac{((\text{Indre værdi ultimo året} + \text{Geninvesteret udlodning}) / \text{Indre værdi primo året}) - 1}{100}$$

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

Værdi af køb og værdi af salg opgøres som ovennævnte »Kursværdi af køb og salg af værdipapirer« korrigeret for regnskabsårets emissioner og indløsninger; udbetalte udbytter og likviditet fra driften m.m., således at » $[(\text{Værdi af køb} + \text{Værdi ved salg})/2]$ « svarer til handel som følge af porteføljepleje. 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 tre 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.

Risikoindekatoren 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

Udbytternes skattemæssige fordeling					
Afdelingsnavn	Stk.størrelse i kr.	Udbytte i kr. pr. stk.	Kapitalindkomst i kr. pr. stk.	Aktieindkomst i kr. pr. stk.	Skattefri indkomst i kr. pr. stk.
Aktier	100	11,50	-	11,50	-
AlmenBolig Mellemlange Obligationer - a conto	100	0,80	0,80	-	-
AlmenBolig Mellemlange Obligationer - restudbytte	100	1,30	0,93	-	0,37
Danske Obligationer Absolut - a conto	100	1,10	1,10	-	-
Danske Obligationer Absolut - restudbytte	100	0,70	0,70	-	-
Danske Obligationer Absolut - Lav Risiko - a conto	100	1,00	1,00	-	-
Danske Obligationer Absolut - Lav Risiko - restudbytte	100	0,80	0,80	-	-
Danske Obligationer Allokering	100	0,70	0,70	-	-
Emerging Markets	10.000	4.570,00	-	4.570,00	-
Euro Investment Grade Corporate Bonds Restricted	10.000	740,00	740,00	-	-
Europe Focus	10.000	6.860,00	-	6.860,00	-
Flexinvest Aktier	100	22,90	-	22,90	-
Flexinvest Danske Obligationer	100	2,40	2,16	-	0,24
Flexinvest Fonde - a conto	100	0,95	0,95	-	-
Flexinvest Fonde - restudbytte	100	0,70	0,70	-	-
Flexinvest Forvaltning Korte Obligationer	100	0,90	0,90	-	-
Flexinvest Korte Obligationer	100	0,80	0,80	-	-
Flexinvest Lange Obligationer - a conto	100	1,10	1,10	-	-
Flexinvest Lange Obligationer - restudbytte	100	2,50	2,50	-	-
Flexinvest Udenlandske Obligationer	100	1,50	1,50	-	-
Global	100	0,00	-	-	-
Global Equity Solution	100	18,70	-	18,70	-
Global Restricted	100	62,10	-	62,10	-
Kommuner 4 - a conto	100	0,90	0,90	-	-
Kommuner 4 - restudbytte	100	2,00	1,50	-	0,50
Kommuner Europæiske Obligationer - a conto	100	1,20	1,20	-	-
Kommuner Europæiske Obligationer - restudbytte	100	2,60	2,14	-	0,46
Online Danske Obligationer Indeks	100	2,90	2,90	-	-
Online Global Indeks	100	10,00	-	10,00	-
US High Yield Bonds	10.000	0,00	-	-	-
USA	100	33,50	-	33,50	-

Skemaet viser hvordan udbytte for 2015 skal behandles skattemæssigt i relation til almindelig opsparing. For pensionsopsparing 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 2016, da udbytte først udbetales i 2016.

Foreningens væsentligste aftaler

Her beskrives de væsentligste aftaler, som foreningen eller foreningens investeringsforvaltningsselskab på foreningens vegne har indgået pr. 1. januar 2016.

Aftale om administration

Foreningen har indgået aftale med sit investeringsforvaltningsselskab, Danske Invest Management A/S (DIMA), om, at selskabet varetager den daglige ledelse og administration af foreningen i overensstemmelse med lovgivningen, Finanstilsynets retningslinjer, foreningens vedtægter og anvisninger fra foreningens bestyrelse, herunder investeringsrammer for de enkelte afdelinger.

Aftalen indebærer, at DIMA foruden at stå for den løbende drift af foreningen bl.a. kan indgå aftaler med parter i ind- og udland om porteføljerådgivning/-forvaltning vedrørende foreningens afdelinger samt om distribution af foreningsandele.

Som honorar herfor betaler hver afdeling et honorar beregnet ud fra afdelingens gennemsnitlige formue. Honoraret består af to dele: en del (administrationshonorar) som udgør betaling for de løbende driftsomkostninger mv. og depotbankydelsen, og en del (managementhonorar) som udgør betaling for porteføljerådgivning/-forvaltning og formidling af andele. Begge komponenter beregnes ud fra den enkelte afdelings gennemsnitlige formue. Satsene fremgår af afdelingernes gældende prospekter, der kan findes på hjemmesiden danskeinvest.com.

Eventuelle yderligere omkostninger til væsentlige, særlige opgaver pålagt af myndigheder, bestyrelsen eller generalforsamlingen betales direkte af den eller de berørte afdelinger.

Aftale om depot og depotbankfunktion

Foreningen har indgået aftale med Danske Bank om, at banken som depotselskab forvalter og opbevarer værdipapirer og likvide midler særskilt for hver af foreningens afdelinger i overensstemmelse med den til enhver tid gældende lovgivning samt Finanstilsynets bestemmelser og påtager sig de heri fastlagte kontrolopgaver og forpligtelser.

Omkostningen hertil afholdes af DIMA, idet afdelingernes administrationshonorar omtalt ovenfor også dækker betaling for denne ydelse.

Aftale om formidling af investeringsbeviser

DIMA har i overensstemmelse med ovennævnte administrationsaftale indgået aftale med Danske Bank om, at banken varetager formidling af foreningens andele gennem Danske Bank og andre distributører i ind- og udland. Aftalen med Danske Bank indebærer endvidere, at banken via sin investeringslinje yder rådgivning til investorer hjemmehørende i pengeinstitutter, som ikke har indgået formidlingsaftale vedrørende foreningen.

Omkostningen hertil afholdes af DIMA, idet afdelingernes managementhonorar omtalt ovenfor også dækker betaling for denne ydelse.

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.

Honorarer

Revisionshonorar		
Foreningens samlede udgift til revision i 1.000 DKK	2015	2014
Revisionshonorar, Ernst & Young	332	406
Erklæringsopgaver med sikkerhed, Ernst & Young	432	11
Honorar for andre ydelser, Ernst & Young	433	592
Det samlede honorar for arbejdet i foreningen til Ernst & Young	1.197	1.009

Honorar for andre ydelser omfatter primært honorar for assistance i forbindelse med tilbagesøgning af udbytteskat.

Bestyrelseshonorar		
Foreningens samlede udgift til bestyrelseshonorar i 1.000 DKK	2015	2014
Foreningens samlede udgift til bestyrelseshonorar	683	529

Bilag

Finanskalender 2016

15. marts 2016	Bestyrelsen behandler årsrapporten for 2015, som efterfølgende offentliggøres.
20. april 2016	Ordinær generalforsamling
29. august 2016	Bestyrelsen behandler halvårsrapporten for 2016, som efterfølgende offentliggøres.

Herudover udsender Danske Invest et nyhedsbrev. På www.danskeinvest.dk offentliggøres hver måned ureviderede beholdningslister, afkastoplysninger, faktasider m.v.

Valutakoder

Euro	EUR
Amerikanske dollar	USD
Britiske pund	GBP
Svenske kroner	SEK
Norske kroner	NOK
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	

Sådan læser du afdelingernes regnskaber

Her gives en kort forklaring på de forskellige dele af afdelingernes regnskaber, som findes fra side 40 til 236 i årsrapporten.

Afdelingens profil

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

Risikoklassifikation

Risikoklassifikation måles med risikoindikatoren fra dokumentet central 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 risikoindikatoren er bestemt af udsvingene i afdelingens regnskabsmæssige indre værdi de seneste fem år og/eller repræsentative data. Store historiske udsving er lig høj risiko og en placering i »6«-»7«. Små udsving er lig med en lavere risiko og en placering i »1«-»2«. Afdelingens placering på skalaen er ikke konstant. Placeringen kan ændre sig med tiden. Risikoindikatoren tager ikke højde for pludseligt indtrufne begivenheder, som eksempelvis devalueringer, politiske indgreb og pludselige udsving i valutaer.

Nøgletal for risiko

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

Tabel med fordeling

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

Kommentar til afkast m.v.

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

Resultatopgørelse

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

Udlodningen af udbytte til investorerne opgøres efter retningslinjer i skattelovgivningen. Udbyttet skal godkendes af generalforsamlingen. Den del, der ikke udloddes, lægges oven i investorerne 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 investorerne 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.

Investeringsforeningen
Danske Invest Select
Parallevej 17
2800 Kgs. Lyngby

www.danskeinvest.dk
danskeinvest@danskeinvest.com