

# Årsrapport 2016

Investeringsforeningen  
Danske Invest

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

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

#### Bestyrelse

Direktør Agnete Raaschou-Nielsen,  
formand  
Advokat Bo Holse, næstformand  
Direktør Lars Fournais  
Direktør Birgitte Brinch Madsen  
Direktør Walther V. Paulsen  
Direktør Jens Peter Toft

#### Direktion

Danske Invest Management A/S:  
Adm. direktør Morten Rasten

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

Depotbank  
Danske Bank

#### Generalforsamling

Ordinær generalforsamling holdes  
mandag den 24. april 2017  
Øksnehallen, København V.

#### Layout

BEYER DESIGN  
WUNDERGEIST  
AMO DESIGN

#### Foto

Morten Larsen  
Thorbjørn Hansen

---

### Læsevejledning

Investeringsforeningen Danske Invest består af flere afdelinger. Hver afdeling aflægger separat regnskab og afdelingsberetning. Regnskaberne viser afdelingernes økonomiske udvikling i året samt giver en status ultimo året. I afdelingsberetningerne kommenterer vi afdelingernes resultater i året samt de specifikke forhold, som gælder for den enkelte afdeling. Foreningen håndterer de administrative opgaver og investeringsopgaven fælles for alle afdelinger inden for de rammer, vi har lagt

for afdelingerne. Det er med til at sikre en omkostningseffektiv drift af foreningen. Det hænger også sammen med, at afdelingerne – selvom de investerer i forskellige typer af værdipapirer og følger forskellige strategier – ofte påvirkes af mange af de samme forhold. Eksempelvis kan udsving i den globale vækst påvirke afkast og risiko i alle afdelinger.

Derfor har vi valgt at beskrive den overordnede markedsudvikling, jf. afsnittet "Investeringsmarkederne i 2016" 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
- 6 Sådan læser du afdelingernes regnskaber
- 4 Oversigt over afdelinger og tilhørende andelsklasser
- 8 Forord fra formanden

## *Ledelsesberetning*

- 10 Investeringsforeningen Danske Invest i 2016
- 16 Afkast og udbytter
- 24 Investeringsmarkederne i 2016
- 29 Evaluering af forventningerne til 2016
- 30 Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2017
- 30 Udsagn om forventninger
- 34 Redegørelse for samfundsansvar
- 35 Risici samt risikostyring
- 46 Omkostninger
- 50 Fund governance
- 51 Bestyrelse og direktion
- 52 Oversigt over bestyrelsens og direktionens øvrige ledelseshverv

## *Påtegninger*

- 54 Ledelsespåtegning
- 55 Den uafhængige revisors revisionspåtegning

## *Regnskaber*

- 60 Afdelingernes ledelsesberetninger og årsregnskaber

## *Fælles noter*

- 619 Anvendt regnskabspraksis
- 624 Foreningens væsentligste aftaler
- 626 Revisionshonorar
- 626 Bestyrelseshonorar
- 627 Finanskalender 2017
- 627 Valutakoder
- 628 Kreditvurderingsbureauernes rating-skala

## Øversigt over afdelinger og tilhørende andelsklasser

60	Afrika - Akkumulerende KL	208	Fonde KL
63	Afrika, klass SEK	212	Global Højt Udbytte KL
66	Afrika, klasse NOK	216	Global Indeks KL
69	Afrika - Akkumulerende, klasse DKK	220	Global Indeks 2 KL
72	Afrika, osuuslaji EUR	224	Global Indeks - Akkumulerende KL
75	Bioteknologi KL	227	Global Indeks - Akkumulerende, klasse DKK h
79	Bond Income - Akkumulerende KL	230	Global Plus KL
82	Income Obligationer - Akkumulerende, klasse DKK h	234	Global StockPicking KL
85	Income Obligationer - Akkumulerende, klasse EUR h	238	Global StockPicking 2 KL
88	Danmark KL	242	Global Stockpicking - Akkumulerende KL
92	Danmark - Akkumulerende KL	245	Global StockPicking, klasse NOK
96	Danmark Fokus KL	248	Global StockPicking, osuuslaji EUR
100	Danmark Indeks KL	251	Global StockPicking - Akkumulerende, klasse DKK
104	Danmark Indeks Small Cap KL	254	Globale High Yield-Obligationer KL
108	Dannebrog Mellemlange Obligationer KL	258	Globale High Yield-Obligationer - Akkumulerende KL
112	Danske Indeksobligationer KL	261	Global High Yield Bonds - Accumulating, class EUR h
116	Danske Korte Obligationer KL	264	Global High Yield Bonds, osuuslaji EUR W h
120	Danske Lange Obligationer KL	267	Global High Yield Obligasjon, klasse NOK h
124	Euro High Yield-Obligationer KL	270	Globala High Yield-obligationer, klass SEK h
128	Euro High Yield-Obligationer - Akkumulerende KL	273	Globale Lange Indeksobligationer KL
131	Euro High Yield Obligasjon, klasse NOK h	277	Globale Lange Indeksobligationer - Akkumulerende KL
134	Euro High Yield-Obligationer, klass SEK h	280	Global Realrente Obligasjon, klasse NOK h
137	Euro High Yield-Obligationer - Akkumulerende, klasse DKK h	283	Globala Realräntor, klass SEK h
140	Euro Investment Grade-Obligationer KL	286	Globale Lange Indeksobligationer - Akkumulerende, klasse DKK h
144	Europa KL	289	Reaalikorko Maa ilma, osuuslaji EUR h
148	Europa - Akkumulerende KL	292	Globale Mellemlange Indeksobligationer KL
151	Europa - Akkumulerende, klasse DKK h	296	Globale Virksomhedsobligationer KL
154	Europa Fokus KL	300	Horisont 20 - Akkumulerende KL
158	Europa Fokus - Akkumulerende KL	303	Horisont 20, klasse NOK
162	Europa Højt Udbytte KL	306	Horisont 20, klasse NOK I
166	Europa Højt Udbytte - Akkumulerende KL	309	Horisont 35 - Akkumulerende KL
169	Europa Højt Udbytte - Akkumulerende, klasse DKK	312	Horisont 35, klasse NOK
172	Europe High Dividend, klasse NOK	315	Horisont 35, klasse NOK I
175	Europa Indeks KL	318	Horisont 50 - Akkumulerende KL
179	Europa Indeks BNP KL	321	Horisont 50, klasse NOK
183	Europa Small Cap KL	324	Horisont 50, klasse NOK I
187	Europa Small Cap - Akkumulerende KL	327	Horisont 65 - Akkumulerende KL
190	Europa Small Cap - Akkumulerende, klasse DKK	330	Horisont 65, klasse NOK
193	Europe Small Cap, klasse NOK	333	Horisont 65, klasse NOK I
196	Europæiske Obligationer KL	336	Horisont 80 - Akkumulerende KL
200	Fjernøsten KL	339	Horisont 80, klasse NOK
204	Fjernøsten Indeks KL	342	Horisont 80, klasse NOK I

345	Horisont 100 - Akkumulerende KL	484	Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK I
348	Horisont 100, klasse NOK	487	Nye Markeder KL
351	Horisont 100, klasse NOK I	491	Nye Markeder - Akkumulerende KL
354	Horisont Pension 2020 - Akkumulerende KL	494	Global Emerging Markets, klasse NOK
357	Horisont Pension 2020, klass SEK	497	Global Emerging Markets, Osuuslaji EUR
360	Horisont Pension 2030 - Akkumulerende KL	500	Nye Markeder - Akkumulerende, klasse DKK
363	Horisont Pension 2030, klass SEK	503	Nye Markeder Indeksobligationer KL
366	Horisont Pension 2040 - Akkumulerende KL	507	Nye Markeder Indeksobligationer - Akkumulerende KL
369	Horisont Pension 2040, klass SEK	510	Nye Markeder Indeksobligationer - Akkumulerende, klasse DKK
372	Horisont Rente Konservativ - Akkumulerende KL	513	Nye Markeder Realrente Obligasjon, klasse NOK
375	Horisont Rente Konservativ, klasse NOK	516	Reaalikorko Kehittyvät Markkinat, osuuslaji EUR
378	Horisont Rente Konservativ, klasse NOK W	519	Tillväxtmarknadsobligationer Real Ränta, klass SEK
381	Horisont Rente Konservativ Institusjon, klasse NOK I	522	Nye Markeder Obligationer KL
384	Horisont Rente Offensiv - Akkumulerende KL	526	Nye Markeder Obligationer - Akkumulerende KL
387	Horisont Rente Offensiv, klasse NOK	529	Emerging Markets Debt Hard Currency, osuuslaji EUR W h
390	Horisont Rente Offensiv Institusjon, klasse NOK I	532	Emerging Markets Debt Hard Currency - Accumulating class EUR h
393	Horisont Rente Plus - Akkumulerende KL	535	Nye Markeder Obligasjon, klasse NOK h
396	Horisont Rente Pluss, klasse NOK	538	Tillväxtmarknadsobligationer, klass SEK h
399	Horisont Rente Pluss, klasse NOK I	541	Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta KL
402	Horisont Rente Pluss, klasse NOK W	545	Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta - Akkumulerende KL
405	Japan KL	548	Kehittyvät Korkomarkkinat, paikallisvaluutta, osuuslaji EUR
409	Kina KL	551	Nye Markeder Obl. Lokal Valuta - Akkumulerende, klasse DKK
413	KlimaTrends KL	554	Nye Markeder Obligasjon Lokal Valuta, klasse NOK
418	Latinamerika KL	557	Tillväxtmarknadsobligationer Lokal Valuta, Klass SEK
422	Latinamerika - Akkumulerende KL	560	Nye Markeder Small Cap KL
425	Latinamerika, klass SEK	564	Nye Markeder Small Cap - Akkumulerende KL
428	Latinamerika, klasse NOK	567	Emerging Markets Small Cap, klasse NOK
431	Mix - Akkumulerende KL	570	Nye Markeder Small Cap - Akkumulerende, klasse DKK
435	Mix Defensiv - Akkumulerende KL	573	Teknologi KL
439	Mix Obligationer KL	578	Tyskland KL
443	Mix Obligationer - Akkumulerende KL	582	Udenlandske Obligationsmarkeder KL
447	Mix Offensiv - Akkumulerende KL	586	USA KL
451	Mix Offensiv Plus - Akkumulerende KL	591	USA - Akkumulerende KL
455	Norden KL	594	USA, klass SEK
459	Norden Indeks KL	598	USA, klasse NOK
463	Nordiske Virksomhedsobligationer - Akkumulerende KL	602	USA, klasse NOK W
466	Nordisk Kredittobligasjon, klasse NOK h	606	USA - Akkumulerende, klasse DKK h
469	Nordiska Företagsobligationer, klass SEK h	610	Østeuropa KL
472	Nordiske Virksomhedsobligationer - Akkumulerende, kl DKK h	614	Østeuropa ex Rusland KL
475	Pohjoisen Yrityslainat, osuuslaji EUR h		
478	Norske Korte Obligationer - Akkumulerende KL		
481	Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK		

## Sådan læser du afdelingernes regnskaber

Som læser af årsrapporten 2016 får du her en kort forklaring på de forskellige delelementer af de enkelte afdelingers regnskaber, som du kan finde fra side 60 til 626 i årsrapporten.

### Afdelingens profil

De væsentligste karakteristika ved afdelingen. Du kan læse mere om de enkelte afdelinger på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoklassifikation

Risikoklassifikation måles med risikoindikatoren, som er at finde i dokumentet central investorinformation.

### Risikoen

Udtrykkes ved et tal mellem 1 og 7, hvor "1" udtrykker den laveste risiko, mens "7" udtrykker højeste risiko. Kategorien "1" udtrykker ikke en risikofri investering. Afdelingens placering på risikoindikatoren er bestemt af udsvingene i afdelingens regnskabsmæssige indre værdi målt de seneste fem år og/eller repræsentative data. Store historiske udsving er lig høj risiko og typisk en placering i intervallet "6"- "7". Små udsving er lig med en lavere risiko og en placering i intervallet "1"- "2". Afdelingens placering på skalaen er ikke konstant og 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 de bliver beregnet efter tre års levetid.

### Tabel med fordeling

Viser hvordan afdelingens værdipapirbeholdning og likvider var fordelt ultimo 2016. For danske obligati- onsafdelinger viser vi typisk en fordeling på varigheder, mens vi for udenlandske aktieafdelinger typisk viser en fordeling på lande eller brancher. Fordelingerne opdateres på månedlig basis på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Kommentarer til afkast m.v.

Her kan du læse om afkastet i 2016. Hvad gik godt, og hvad gik mindre godt? Vi kommer også ind på vores

forventninger til 2017 samt særlige risici knyttet til den enkelte afdelings potentiale i 2017. Derudover gør vi rede for den strategi, afdelingen vil følge.

### Resultatopgørelse

Dækker over afdelingens indtægter og omkostninger. Indtægterne er typisk renter og aktieudbytter. Kursgevinster og -tab kan være en indtægt eller en omkostning alt afhængigt 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, der er forbundet med den almene drift af afdelingen. Skat består af udbytte- skat og renteskat, som ikke kan refunderes. Nederst ses beløbet, der foreslås udloddet til investorerne. Udlodningen af udbytte til investorerne bliver opgjort efter retningslinjer i skattelovgivningen, og udbyttet skal godkendes af generalforsamlingen. Den del, der ikke udloddes, lægges oven i afdelingens formue og dermed i værdien af investeringsbeviserne.

### Balance

Det er afdelingens aktiver og passiver ultimo 2016. Afdelingens aktiver er i al væsentlighed de aktier og/ eller obligationer, som afdelingen investerer i. Passiverne er primært værdien af de Danske Invest-beviser, som investorerne ejer i afdelingen. Det bliver også kaldt afdelingens formue.

### Note med nøgletal

De væsentligste nøgletal for afdelingens udvikling. De fleste nøgletal er forklaret i regnskabspraksis og i ordbogen, som du kan finde på [danskeinvest.dk](http://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 bliver alle direkte omkostninger i forbindelse med handel med finansielle instrumenter anført. Omkostninger, som ikke kan gøres

eksakt, eksempelvis fordi de er inkluderet i et spread, indregnes i det omfang, at 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 den enkelte afdelings administrationsomkostninger for året. Du kan læse mere i afsnittet "Omkostninger".

**Note om rådighedsbeløb til udlodning**

Specificerer det beløb, som er til rådighed for udlodning til investorerne for 2016, 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 2016, 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 emissionsstillæg 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.

# Et turbulent år med mange pæne afkast

2016 var et turbulent år set med investorerøjne. Vi lagde ud med store kursfald på aktiemarkedet drevet af usikkerhed om den globale vækst og Kinas økonomi samt markante fald i olieprisen. Siden fulgte vigtige folkeafstemninger i Storbritannien og USA, der gav uro på de finansielle markeder. Først stemte briterne sig ud af EU, og siden valgte amerikanerne Donald Trump som præsident – et scenarie de færreste havde forestillet sig ved årets begyndelse. I begge tilfælde frygtede mange investorer og analytikere store kursfald, men det blev inddækket ved frygten, og i stedet oplevede vi sidst på året pæne stigninger i aktiekurserne – blandt andet drevet af forventningen om, at Donald Trump kan stimulere den økonomiske vækst i USA med sin varslede kombination af skattelettelser og investeringer i infrastruktur.

Den positive slutning på året afspejler også, at den globale økonomi i løbet af 2016 langsomt arbejdede sig ud af de problemer, som skabte store bekymringer i begyndelsen af året. Efter en svær periode oplevede fremstillingssektoren fremgang, og råvarepriserne steg stille og roligt igen. Begge dele har været positivt for den globale økonomi.

En anden faktor, som har holdt hånden under den globale vækst i 2016, er en lempelig finans- og

pengepolitik. 2016 startede med en forventning om fire renteforhøjelser fra den amerikanske centralbank, Fed. Det blev imidlertid kun til en enkelt, fordi Fed valgte at holde pengepolitikken lempelig frem for at gå for hurtigt frem. Også Den Europæiske Centralbank, ECB har lempet pengepolitikken yderligere i år; primært i form af bankens opkøb af obligationer. Yderligere har Kina stimuleret sin økonomi voldsomt hen over året for at holde hånden under væksten.

## Flotte afkast fra emerging markets og USA

Trods årets udfordringer endte mange aktiemarkeder med at levere pæne afkast i 2016, selvom der var store forskelle mellem forskellige lande og regioner. Generelt har USA og emerging markets leveret de højeste afkast opgjort i danske kroner; mens europæiske og ikke mindst danske aktier har haltet efter. Det danske aktiemarked blev især negativt ramt af det store kursfald i Novo Nordisk i løbet af 2016.

Årets højeste afkast i Investeringsforeningen Danske Invest var i afdelingen med latinamerikanske aktier, andelsklassen Latinamerika, klass SEK, der gav et afkast på hele 45,58 pct. målt i SEK, hvilket især blev drevet af store kursstigninger på det brasilianske aktiemarked. Et stærkt år for det russiske aktiemarked bidrog

tilsvarende til et godt år for vores afdeling med østeuropæiske aktier; der i 2016 gav et afkast på 31,41 pct. målt i danske kroner.

Når det gælder amerikanske aktier, har en styrket dollar i løbet af året bidraget til det pæne afkast, og vores afdeling med amerikanske aktier endte 2016 med et afkast på 17,07 pct. målt i danske kroner.

Ser vi på obligationer, er afkastene stadig præget af de lave renter på obligationer på udviklede markeder – herunder danske stats- og realkreditobligationer. Her har afkastene derfor generelt været beskedne, mens obligationer fra de nye markeder har givet markant højere afkast i både lokal valuta og hård valuta som dollar og euro. Eksempelvis har afdelingen Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta KL givet et afkast på 12,22 pct. målt i danske kroner; mens afdelingen Nye Markeder Obligationer KL, som er obligationer fra nye markeder udstedt i hård valuta, har givet et afkast på 10,57 pct. målt i danske kroner.

## Fortsat politisk støtte til markederne

For 2017 ser vi støtte til den globale vækst og de finansielle markeder fra flere fronter. Vi forventer, at finanspolitikken vil blive lige så lempelig i 2017 som i 2016, og at det vil være med til at understøtte den nuværende vækst. Især politi-



kerne i den vestlige del af verden har fået øjnene op for, at der er behov for en lempelig finanspolitik, hvis væksten skal løftes. Når det gælder pengepolitik, forventer vi ikke overordnet, at den skal lempes yderligere i 2017. Vi vurderer, at både Europa og Japan vil fortsætte den nuværende tilgang, og at vi vil se en moderat stramning i USA. På trods af den moderate stramning forventer vi dog stadig en lempelig pengepolitik i USA, som vil understøtte væksten.

Derfor forventer vi også, at vi får højere global vækst i 2017, end vi så i 2016, hvilket alt andet lige er positivt for aktieafdelingerne.

Det kommende år kan blive et udfordrende år for vores obligationsafdelinger, hvis renterne i løbet af 2017 stiger fra de nuværende meget lave niveauer.

I denne årsrapport kan du læse mere om udviklingen i 2016 og vores forventninger til 2017, ligesom du kan læse årsregnskabet og ledelsesberetningen for hver af de 87 afdelinger med 78 tilhørende andelsklasser i Investeringsforeningen Danske Invest.



A handwritten signature in black ink, appearing to read 'A. Raaschou-Nielsen'.

Agnete Raaschou-Nielsen  
Bestyrelsesformand

Ledelsesberetning

# Investeringsforeningen Danske Invest i 2016

I Investeringsforeningen Danske Invest arbejder vi løbende på at videreudvikle og tilpasse vores udvalg af produkter, således at de stemmer overens med vores investorers interesser og ønsker. For at imødekomme investorernes ønsker, introducerede Danske Invest i 2016 flere nye investeringsmuligheder, ligesom vi gennemførte en række navneændringer på eksisterende afdelinger og omlagde strategien i afdelingen Afrika – Akkumulerende KL.

## Ny afdeling

I løbet af 2016 har Investeringsforeningen Danske Invest introduceret en ny investeringsmulighed på det norske marked for at imødekomme investorernes behov og ønsker:

### Horisont Rente Offensiv – Akkumulerende KL

Den 31. august 2016 blev afdelingen Horisont Rente Offensiv – Akkumulerende KL introduceret på det norske marked. Afdelingen investerer i norske og udenlandske obligationer; herunder i statsobligationer udstedt af lande med såvel høj som lav kreditkvalitet samt i obligationer og lignende udstedt af kreditinstitutioner og virksomheder med såvel høj som lav kreditkvalitet. Obligationerne kan være udstedt i såvel norske kroner som i andre valutaer; ligesom obligationerne kan have såvel kort som lang varighed. Norske obligationer udgør som minimum 80 pct. af formuen. Afdelingen afdækker valutarisici i forhold til norske kroner. Afdelingen udbydes i to andelsklasser; der hedder henholdsvis Offensiv, klasse NOK og Offensiv Institusjon, klasse NOK I.

## Nye andelsklasser

En række af vores afdelinger bliver udbudt i andelsklasser i forskellige valutaer; og andelsklasserne er målrettet handel i et specifikt marked og udbydes i den valuta, som er rettet mod det pågældende marked.

I 2016 introducerede vi en række nye andelsklasser under vores allerede eksisterende afdelinger. I skemaet på næste side viser vi de nyintroducerede andelsklasser samt deres afdelinger.

Læs mere om alle vores afdelinger og andelsklasser samt deres investeringsunivers på [dankeinvest.dk](http://dankeinvest.dk) og under beretningen for hver enkelt afdeling bagerst i denne rapport.

## 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.

### Nye afdelinger og andelsklasser

Afdeling	Dato for introduktion	Andelsklasser	Rettet mod
Horisont Rente Offensiv - Akkumulerende KL	31. august 2016	Horisont Rente Offensiv, klasse NOK Horisont Rente Offensiv Institusjon, klasse NOK I	Norge Norge

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

### Nye andelsklasser

Afdeling	Dato for introduktion	Andelsklasser	Rettet mod
Horisont 35, klasse NOK I	23. februar 2016	Horisont 35 - Akkumulerende KL	Norge
Horisont 65, klasse NOK I	24. februar 2016	Horisont 65 - Akkumulerende KL	Norge
Horisont Rente Konservativ, klasse NOK W	20. april 2016	Horisont Rente Konservativ - Akkumulerende KL	Norge
USA, klasse NOK W	14. juli 2016	USA - Akkumulerende KL	Norge

NOK angiver valuta, som andelsklassen er udstedt i. Bogstavet "I" angiver, at andelsklassen retter sig mod institutionelle investorer. Bogstavet "W" angiver, at andelsklassen henvender sig til Danske Bank A/S og hermed koncernforbundne selskaber, samt til investorer, hvis midler investeres i afdelingen af eller via kapitalforvaltningsenheder i Danske Bank A/S eller hermed koncernforbundne selskaber i henhold til en aftale mellem investor og kapitalforvaltningsenheden.

Desuden henvender andelsklassen sig til investorer, der investerer i afdelingen i henhold til en storkundeaftale med Danske Bank A/S eller hermed koncernforbundne selskaber, samt til investeringsinstitutter/funds, der administreres af investeringsforvaltningsselskaber/fund managementsselskaber o.l. i Danske Bank A/S eller hermed koncernforbundne selskaber.

## Navneændringer

Nedenstående afdelinger har fået tilføjet "KL" i slutningen af deres navn. KL viser, at afdelingen kan udbydes i andelsklasser f.eks. rettet mod forskellige geografiske

markeder, hvor der sker en tilpasning til det enkelte markeds behov – f.eks. hvad angår udstedelsesvalutaen:

Navneændringer		
Nyt navn - aktieafdelinger	Nyt navn - Obligationsafdelinger	Blandede afdelinger
Bioteknologi KL	Dannebrog Mellemlange Obligationer KL	Mix - Akkumulerende KL
Danmark KL	Danske Indeksobligationer KL	Mix Defensiv - Akkumulerende KL
Danmark - Akkumulerende KL	Danske Korte Obligationer KL	Mix Obligationer - Akkumulerende KL
Danmark Fokus KL	Danske Lange Obligationer KL	Mix Offensiv - Akkumulerende KL
Danmark Indeks KL	Euro High Yield-Obligationer KL	Mix Offensiv Plus - Akkumulerende KL
Danmark Indeks Small Cap KL	Euro Investment Grade-Obligationer KL	
Europa KL	Europæiske Obligationer KL	
Europa Fokus KL	Fonde KL	
Europa Højt Udbytte KL	Globale High Yield-Obligationer KL	
Europa Indeks KL	Globale Lange Indeksobligationer KL	
Europa Indeks BNP KL	Globale Mellemlange Indeksobligationer KL	
Europa Small Cap KL	Globale Virksomhedsobligationer KL	
Fjernøsten KL	Mix Obligationer KL	
Fjernøsten Indeks KL	Nye Markeder Indeksobligationer KL	
Global Højt Udbytte KL	Nye Markeder Obligationer KL	
Global Indeks KL	Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta KL	
Global Indeks 2 KL	Udenlandske Obligationsmarkeder KL	
Global Plus KL		
Global StockPicking KL		
Global StockPicking 2 KL		
Japan KL		
Kina KL		
KlimaTrends KL		
Latinamerika KL		
Norden KL		
Norden Indeks KL		
Nye Markeder KL,		
Nye Markeder Small Cap KL		
Teknologi KL		
Tyskland KL		
USA KL		
Østeuropa KL		
Østeuropa ex Rusland KL		

## Lukning af afdeling

Fra slutningen af maj til slutningen af november 2016 var afdelingen Afrika - Akkumulerende KL lukket for køb og salg samt handel pga. valutavekslingsproblemer i Nigeria og Egypten.

Afdelingens performance havde desuden været utilfredsstillende, og derfor besluttede bestyrelsen for Investeringsforeningen Danske Invest at opsiges samarbejdet med den hidtidige porteføljeformidler, Investec Asset Management i London og Cape Town. Strategien i afdelingen blev ændret fra en aktiv strategi med benchmark til en passiv strategi uden benchmark, hvor der var fokus på likviditet, risikospredning og lave omkostninger. Med den nye strategi ville afdelingen desuden udnytte muligheden for at investere i afrikanske obligationer. Opgaven som porteføljeformidler blev placeret hos Danske Capital, en division af Danske Bank A/S (herefter benævnt "Danske Capital").

Ændringerne medførte, at afdelingens løbende administrationsomkostninger blev reduceret fra 1,85 pct. p.a. til 0,62 pct. p.a. Ændringerne trådte i kraft den 1. september 2016. I forlængelse af omlægningerne blev afdelingens indløsningsfradrag reduceret til 0,95 pct. Det betød, at der for investorerne blev lidt lavere omkostninger forbundet med at sælge andelene i afdelingen end tidligere.

Bestyrelsen anså dog stadig ikke situationen for holdbar på sigt og indkaldte derfor til ekstraordinær generalforsamling med henblik på lukning af afdelingen. Dette blev vedtaget på den ekstraordinære generalforsamling den 6. februar 2017.

## Sammenlægning af prospekter

I 2016 blev alle prospekter i Danske Invest lagt sammen. De hidtidige 29 prospekter er nu blevet samlet i et stort fællesprospekt indeholdende alle relevante oplysninger om de enkelte afdelinger og andelsklasser. For investorerne bliver det med det nye fællesprospekt lettere at sammenligne produkterne på tværs, da pro-

spektet indeholder informationer om alle afdelinger og andelsklasser i foreningen. Der har ved sammenlægningen af prospektet været fokus på, at informationerne skal være let tilgængelige for investorerne. Dette har derfor haft betydning for den valgte struktur, herunder at mange informationer er sat i tabeller, og at de regnskabsmæssige oplysninger er samlet i bilag.

## Videnressourcer

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

## Tilbagesøgning af udbytteskat

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.

Bestyrelsen for Investeringsforeningen Danske Invest følger løbende op på, at alle afdelinger med en aktiv investeringsstrategi faktisk er aktive. I Investeringsforeningen Danske Invest er der 4 afdelinger, som har en Active Share (se definition i boks) under 50 pct. og en Tracking Error (se definition i boks) under 3 pct., som kunne være den umiddelbare indikation på manglende aktiv styring. Det gælder for afdelingerne Danmark KL, Danmark - Akkumulerende KL, Norden KL og Øst-europa ex Rusland KL. Fælles for alle afdelingerne er, at de har smalle benchmark eller benchmark, som er domineret af store selskaber, hvilket gør det vanskeligt at komme over grænseværdierne.

## Tracking Error

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

De nævnte afdelinger har dog over tid vist, at de har været i stand til at skabe et merafkast i forhold til benchmark, hvorfor bestyrelsen vurderer, at afdelingerne er aktive. Der er således ikke noget ønske om at ændre strategierne i afdelingerne.

## Aktieudlån

I løbet af 2016 er foreningen ophørt med at deltage i udlån af aktier, da vi ikke vurderede, at det i tilstrækkeligt omfang bidrog til at øge de enkelte afdelingers

afkast. Udlån af aktier kan dog potentielt blive relevant igen på et senere tidspunkt. I så fald vil aktieudlån blive gennemført inden for den vedtagne aktieudlånspolitik, 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.

## Værdipapirudlån

Foreningen er omfattet af EU forordning 2015/2365 af 25. november 2015 om gennemsigtighed af værdipapirfinansieringstransaktioner (værdipapirudlån). Forordningen indebærer at foreningens årsrapporter, der aflægges efter 13. januar 2017, skal medtage oplysninger om værdipapirudlån defineret som blandt andet aktieudlån, repoforretninger og købs-/tilbage-salgsforretninger.

Foreningen har foretaget aktieudlånsforretninger i årets løb i visse aktieafdelinger indtil, det blev besluttet, at foreningen ophører med at deltage i aktieudlån. Modparterne på aktieudlån har været Danske Bank og sikkerhedsstillelse har været i givet i form af noterede obligationer fra danske udstedere.

Indtægter af værdipapirudlån fremgår af noterne i resultatopgørelsen for de pågældende afdelinger.

## Ændringer i bestyrelse og direktion

Jørn Ankær Thomsen trådte i 2016 ud af bestyrelsen for Investeringsforeningen Danske Invest og fratrådte dermed også som formand. Jørn Ankær Thomsen blev valgt ind i bestyrelsen tilbage i 1990. Ny formand for bestyrelsen er den hidtidige næstformand Agnete Raaschou-Nielsen, der blev indvalgt i bestyrelsen i 2003. Ny næstformand i bestyrelsen er Bo Hølse, der blev indvalgt i bestyrelsen i 2014. Læs mere om bestyrelsens sammensætning og øvrige hverv i afsnittet "Oversigt over bestyrelsens og direktionens øvrige ledelseshverv" her i rapporten.

Vicedirektør Finn Kjærgård og afdelingsdirektør Lone Mortensen fratrådte i 2016 deres stillinger i Danske Invest Management A/S.

## Formueudvikling

Investeringsforeningen Danske Invests formue steg fra 140.740 mio. kroner ultimo 2015 til 142.950 mio. kroner ultimo 2016. Der blev netto indløst beviser i foreningen for 164 mio. kroner; årets resultat blev 7.454 mio. kroner; og der blev i 2016 udbetalt udbytter for 5.080 mio. kroner.

Foreningen er en del af Danske Invest-gruppen, der samlet pr. 31. december 2016 forvaltede en formue på 441 mia. kroner. Danske Invest-gruppen er defineret som de foreninger, som har den samme bestyrelse som Investeringsforeningen Danske Invest.

## Nye andelsklasser stiftet i foråret 2017

Bestyrelsen har i 2017 besluttet at stifte nye andelsklasser i en række afdelinger i foreningen, efter ønske fra foreningens hoveddistributør, Danske Bank A/S. Stiftelserne er en forberedelse til MiFiD II (lovregler, som regulerer de finansielle markeder) implementeringen, som træder i kraft i Danmark pr. 1. juli 2017, hvorefter det ikke længere vil være tilladt for banker at modtage betaling for formidlingsprovision på afdelinger, som anvendes i en porteføljeplejeaftale.

## Fusioner, som indstilles til godkendelse på generalforsamlingen i 2017

Bestyrelsen for foreningen har besluttet at indstille til den ordinære generalforsamling i foreningen, at der foretages nedenstående fusioner af afdelinger:

### Fusioner, som indstilles til godkendelse på generalforsamlingen i 2017

Ophørende afdeling	Fortsættende afdeling
Europæiske Obligationer KL	Euro Investment Grade-Obligationer KL
Global Indeks 2 KL	Global Indeks KL
Norden KL	Europa KL
Norden Indeks KL	Europa Indeks KL

Forslaget om fusion af afdelingerne Europæiske Obligationer KL og Euro Investment Grade-Obligationer KL har baggrund i, at formuen i afdeling Europæiske Obligationer KL er lille, og at der ikke forventes øget efterspørgsel efter afdelingen.

Forslaget om fusion af afdelingerne Global Indeks 2 KL og Global Indeks KL har baggrund i, at afdelingerne har samme investeringsunivers og samme strategi, og at der ikke længere er skattemæssige årsager til at opretholde begge afdelinger.

Forslaget om fusion af afdelingerne Norden KL og Europa KL samt Norden Indeks KL og Europa Indeks KL har baggrund i, at der ikke er tilstrækkelig efterspørgsel efter afdelingerne.

# Afkast og udbytter

I 2016 varierede Danske Invest-afdelingernes afkast fra 45,58 pct. i SEK i Latinamerika, klass SEK til et negativt afkast på 18,79 pct. i Bioteknologi KL. Det samlede regnskabsmæssige resultat blev i 2016 7.454 mio. kroner mod 5.444 mio. kroner i 2015.

## Obligationsafdelingerne

Obligationsmarkederne var i 2016 fortsat præget af lave renter. I de udviklede markeder som f.eks. Danmark, Tyskland og USA faldt renterne yderligere i løbet af første halvdel af 2016, hvilket løftede kursene på obligationer, men i sidste kvartal af året oplevede vi modsat en markant rentestigning og dermed faldende obligationskurser.

Der er stor spændvidde i afkastet fra vores afdelinger med obligationer fra udviklede markeder, men næsten alle afdelingerne har leveret positive afkast i det forgangne år. Af samtlige obligationsbaserede afdelinger og andelsklasser i Investeringsforeningen Danske Invest er det alene Horisont Rente Offensiv, klasse NOK, og Horisont Rente Offensiv Institusjon, klasse NOK I, der leverede negative afkast, og de begrænsede sig til hhv. 0,21 pct. og 0,17 pct. i NOK siden introduktionen den 31. august 2016.

Ser vi på virksomhedsobligationer, har det generelt været et godt år - ikke mindst for globale virksomhedsobligationer med lav kreditkvalitet (high yield). Efter et svært 2015 gjorde globale high yield-virksomhedsobligationer comeback i 2016, og blandt de bedste obligationsafdelinger var Globale High Yield-Obligationer KL med et afkast på 16,46 pct.

Obligationer fra de nye markeder (emerging markets) har ligeledes haft et stærkt år. Bedre udsigter for den økonomiske vækst i emerging markets har løftet emerging markets-obligationer i både lokal valuta og hård valuta. Afdelingen Nye Markeder Obligationer Lokal

Valuta KL fik således et afkast på 12,22 pct., mens Nye Markeder Obligationer KL i hård valuta gav et afkast på 10,57 pct.

Forventninger om stigende inflation som følge af højere økonomisk vækst har også ført til stigende kurser på indeksobligationer både på udviklede markeder og emerging markets, hvilket afspejler sig i rigtig pæne afkast for flere af vores afdelinger med indeksobligationer. F.eks. gav Nye Markeder Indeksobligationer KL et afkast på 13,76 pct. og Globale Lange Indeksobligationer KL et afkast på 7,71 pct.

## Aktieafdelingerne

Efter markante kursfald i begyndelsen af 2016 kom aktiemarkederne generelt godt igen i løbet af året, anført af de nye markeder og USA, mens europæiske og danske aktier haltede efter. De nye markeder har blandt andet draget fordel af stigende råvarepriser i løbet af året samt Kinas vilje til at understøtte og fastholde en høj økonomisk vækst. Også Fed har ført en mere lempelig pengepolitik end ventet med blot en enkelt renteforhøjelse i løbet af året. Mod slutningen af året gav valget af Donald Trump som ny amerikansk præsident en tro på øget økonomisk vækst i USA.

Det positive år for aktier i USA og nye markeder afspejler sig generelt i vores afdelinger. Den brede afdeling med aktier i de nye markeder, Nye Markeder KL, gav eksempelvis et afkast på 14,41 pct., mens afdelingen USA KL med amerikanske aktier gav et afkast på 17,07 pct. Det høje afkast fra amerikanske aktier blev hjulpet på vej af en styrket dollarkurs i løbet af året. For europæiske og danske aktier var året mere på det jævne, og enkelte afdelinger gav markant negative afkast. Således gav Europa Fokus KL et afkast på ÷8,01 pct. Ser vi på danske aktier, gav afdelingerne Danmark KL og Danmark Fokus KL afkast på hhv. 0,01 pct. og ÷1,10 pct.

## Udbytterne

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der for 2016 udbetales udbytter for 3.922 mio. kroner mod 5.227 mio. kroner for 2015. Udbytterne beregnes i henhold til reglerne i skattelovgivningen, og som noget nyt er udbytterne fra de udbyttebetalende afdelinger allerede udbetalt den 6. februar 2017 og ikke som tidligere år i slutningen af april. Baggrunden er, at der er blevet ændret i vedtægterne for afdelingerne i Inve-

## Se vores ordbog

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



steringsforeningen Danske Invest i november 2016, og det har skabt mulighed for at udbetale udbytte tidligere. Udbytte skal godkendes endeligt på generalforsamlingen den 24. april 2017.

Den hurtigere udbetaling af udbytte betyder, at der ikke længere oprettes ex kupon-fonde – altså midlertidige fonde uden vedhængende udbytte. Ex kupon-fondene blev tidligere udbudt i perioden fra januar og frem til generalforsamlingen for at investorer, som investerede i fondene i denne periode, ikke skulle blive beskattet af et udbytte kort tid efter, at de havde investeret i fonden.

Der bliver udbetalt et begrænset skattefrit udbytte i de danske obligationsafdelinger. Det skyldes, at skattereglerne blev ændret 2010, hvorved alle kursgevinster på obligationer købt efter den 27. januar 2010 blev skattepligtige, når det gælder en fri opsparing. Det betyder, at der som udgangspunkt ikke længere bliver udbetalt skattefrit udbytte i obligationsafdelinger ud over resterende gevinster fra beholdningen af danske obligationer, der er købt før den 27. januar 2010.

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

#### Vurdering af afdelingernes resultater

Danske Invest har en klar målsætning om at tilbyde investorerne konkurrencedygtige afkast målt både i forhold til markedsudviklingen og i forhold til vores konkurrenter. Afdelingernes afkast bliver derfor vurderet 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, så de følger udviklingen i det udvalgte benchmark. For afdelinger uden et benchmark sammenlignes med relevant markedsudvikling inden for samme investeringsområde.

På hvert ordinært bestyrelsesmøde i foreningen vurderer bestyrelsen afdelingernes resultater for at sikre, at afdelingerne lever op til deres målsætning. Samtidigt evalueres kvaliteten af porteføljerådgivere/-forvaltere løbende med fokus på afkast, investeringsteamet, deres investeringsproces og investeringsfilosofi. Hvis der sker væsentlige ændringer i en eller flere af disse parametre, vil opfølgningen blive intensiveret, og hyppigheden i dialogen med porteføljerådgiveren/-forvalteren blive øget. Hvis der ikke sker tilfredsstillende udvikling vil bestyrelsen tage nødvendige steps typisk ændring af investeringsstrategien, investeringsstil, udskiftning af porteføljerådgivere/-forvaltere eller lukning eller fusion af afdelingen.

#### Valg og brug af benchmark

InvesteringsFondsBranchen (IFB) vedtog i juni 2016 en anbefaling om valg og brug af benchmark for at understøtte at IFB's medlemmer bruger relevante og retvisende benchmark. Denne anbefaling følges af foreningen, og bestyrelsen har derfor i 2016 vedtaget en politik for valg og brug af benchmark, som tager udgangspunkt i anbefalingen. Denne politik betyder bl.a., at et benchmark skal 1) vælges på forhånd 2) afspejle afdelingens investerings-univers 3) være investerbart 4) være konstrueret på en disciplineret og objektiv måde og 5) være dannet på baggrund af offentligt tilgængelige data.

For nogle afdelinger kan det imidlertid være vanskeligt at finde et benchmark, som opfylder alle kriterier. Hvis bestyrelsen vælger at have et benchmark, som på nogle punkter ikke lever op til ovenstående anbefalinger, vil der blive redegjort for valget af benchmark i denne årsrapport og i tegningsprospektet for afdelingen. Tilsvarende vil der blive redegjort for, hvorfor det ikke er relevant at vælge et benchmark, hvis en afdeling ikke har et benchmark.

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

## Afkast for 2016

Afdeling/Andelsklasse	Afdeling 2016	Bench-mark 2016	Afdeling/Andelsklasse	Afdeling 2016	Bench-mark 2016
Afrika - Akkumulerende KL			Global Højt Udbytte KL	10,79	12,15
Afrika, klass SEK *	÷3,75	-	Global Indeks KL	9,90	10,32
Afrika, klasse NOK *	÷13,07	-	Global Indeks 2 KL	9,85	10,32
Afrika - Akkumulerende, klasse DKK *	÷8,33	-	Global Indeks - Akkumulerende KL		
Afrikka, osuuslaji EUR *	÷8,05	-	Global Indeks - Akkumulerende, klasse DKK h	8,16	7,73
Bioteknologi KL	÷18,79	÷17,27	Global Plus KL	7,79	10,69
Bond Income - Akkumulerende KL			Global StockPicking KL	7,85	10,69
Income Obligationer - Akk., klasse DKK h *	0,63	-	Global StockPicking 2 KL	7,92	10,69
Income Obligationer - Akk., klasse EUR h *	0,71	-	Global Stockpicking - Akkumulerende KL		
Danmark KL	0,01	3,22	Global StockPicking, klasse NOK	2,13	4,90
Danmark - Akkumulerende KL	÷0,27	3,22	Global StockPicking, osuuslaji EUR	8,16	11,09
Danmark Fokus KL	÷1,10	3,22	Global StockPicking - Akkumulerende, klasse DKK	7,89	10,69
Danmark Indeks KL	2,53	3,22	Globale High Yield-Obligationer KL	16,46	14,69
Danmark Indeks Small Cap KL	5,91	7,02	Globale High Yield-Obligationer - Akk. KL		
Dannebrog Mellemlange Obligationer KL	3,43	2,75	Global High Yield Bonds - Acc., class EUR h	17,16	14,75
Danske Indeksobligationer KL *	3,56	-	Global High Yield Bonds, osuuslaji EUR W h	17,19	14,75
Danske Korte Obligationer KL	2,09	1,27	Global High Yield Obligasjon, klasse NOK h	18,26	16,35
Danske Lange Obligationer KL	5,50	3,95	Globala High Yield-obligationer, klass SEK h	16,56	14,41
Euro High Yield-Obligationer KL	6,32	9,11	Globale Lange Indeksobligationer KL	7,71	8,55
Euro High Yield-Obligationer - Akkumulerende KL			Globale Lange Indeksobligationer - Akk. KL		
Euro High Yield Obligasjon, klasse NOK h	7,66	10,76	Global Realrente Obligasjon, klasse NOK h	9,22	10,09
Euro High Yield-Obligationer, klass SEK h	6,28	8,84	Globala Realräntor, klass SEK h	7,51	8,42
Euro High Yield-Obligationer - Akk., klasse DKK h	6,49	9,11	Globale Lange Indeksobl. - Akk., klasse DKK h	7,67	8,55
Euro Investment Grade-Obligationer KL	4,82	4,77	Reaalikorko Maailma, osuuslaji EUR h	7,81	8,60
Europa KL	÷0,20	2,20	Globale Mellemlange Indeksobligationer KL	2,08	2,91
Europa - Akkumulerende KL			Globale Virksomhedsobligationer KL	4,60	4,77
Europa - Akkumulerende, klasse DKK h	3,88	6,86	Horisont 20 - Akkumulerende KL		
Europa Fokus KL	÷8,01	2,20	Horisont 20, klasse NOK	4,94	4,38
Europa Fokus - Akkumulerende KL	÷8,03	2,20	Horisont 20, klasse NOK I	5,18	4,38
Europa Højt Udbytte KL	3,63	2,20	Horisont 35 - Akkumulerende KL		
Europa Højt Udbytte - Akkumulerende KL			Horisont 35, klasse NOK	5,38	5,07
Europa Højt Udbytte - Akk., klasse DKK	3,66	2,20	Horisont 35, klasse NOK I **	9,65	8,38
Europe High Dividend, klasse NOK	÷1,92	÷3,14	Horisont 50 - Akkumulerende KL		
Europa Indeks KL	2,03	2,20	Horisont 50, klasse NOK	6,04	5,62
Europa Indeks BNP KL	2,64	2,59	Horisont 50, klasse NOK I	6,32	5,62
Europa Small Cap KL	÷0,26	0,49	Horisont 65 - Akkumulerende KL		
Europa Small Cap - Akkumulerende KL			Horisont 65, klasse NOK	6,51	6,15
Europa Small Cap - Akkumulerende, klasse DKK	0,31	0,49	Horisont 65, klasse NOK I **	13,93	13,42
Europe Small Cap, klasse NOK	÷5,36	÷4,77	Horisont 80 - Akkumulerende KL		
Europæiske Obligationer KL	2,84	2,94	Horisont 80, klasse NOK	7,25	6,78
Fjernøsten KL	5,99	8,20	Horisont 80, klasse NOK I	7,15	6,78
Fjernøsten Indeks KL	8,29	8,20	Horisont 100 - Akkumulerende KL		
Fonde KL *	3,59	-	Horisont 100, klasse NOK	7,67	7,45

**Afkast for 2016 (fortsat)**

Afdeling/Andelsklasse	Afdeling 2016	Bench-mark 2016	Afdeling/Andelsklasse	Afdeling 2016	Bench-mark 2016
Horisont 100, klasse NOK I	7,99	7,45	Nye Markeder KL	14,41	14,10
Horisont Pension 2020 - Akkumulerende KL			Nye Markeder - Akkumulerende KL		
Horisont Pension 2020, klass SEK	7,66	8,08	Global Emerging Markets, klasse NOK	8,67	8,13
Horisont Pension 2030 - Akkumulerende KL			Global Emerging Markets, Osuuslaji EUR	15,13	14,51
Horisont Pension 2030, klass SEK	9,39	11,51	Nye Markeder - Akkumulerende, klasse DKK	14,97	14,10
Horisont Pension 2040 - Akkumulerende KL			Nye Markeder Indeksobligationer KL	13,76	14,31
Horisont Pension 2040, klass SEK	10,09	11,51	Nye Markeder Indeksobligationer - Akk. KL		
Horisont Rente Konservativ - Akkumulerende KL			Nye Markeder Indeksobligationer - Akk., klasse DKK	13,84	14,31
Horisont Rente Konservativ, klasse NOK	3,00	1,04	Nye Markeder Realrente Obligasjon, klasse NOK	7,83	8,33
Horisont Rente Konservativ, klasse NOK W **	1,85	0,36	Reaalikorko Kehittyvät Markkinat, osuuslaji EUR	14,19	14,73
Horisont Rente Konservativ Institusjon, klasse NOK I	3,18	1,04	Tilvæxtmarknadsobligationer Real Ränta, klass SEK	19,47	20,04
Horisont Rente Offensiv - Akkumulerende KL			Nye Markeder Obligationer KL	10,57	8,27
Horisont Rente Offensiv, klasse NOK **	÷0,21	÷0,42	Nye Markeder Obligationer - Akkumulerende KL		
Horisont Rente Offensiv Institusjon, klasse NOK I **	÷0,17	÷0,42	Emerging Markets Debt Hard Currency, osuuslaji EUR W h	10,49	8,32
Horisont Rente Plus - Akkumulerende KL			Emerging Markets Debt Hard Currency - Acc. class EUR h	10,49	8,32
Horisont Rente Pluss, klasse NOK	4,38	1,86	Nye Markeder Obligasjon, klasse NOK h	11,36	9,81
Horisont Rente Pluss, klasse NOK I	4,64	1,86	Tilvæxtmarknadsobligationer, klass SEK h	10,07	8,07
Horisont Rente Pluss, klasse NOK W	4,71	1,86	Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta KL	12,22	12,82
Japan KL	5,81	5,05	Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta - Akkumulerende KL		
Kina KL	5,65	3,54	Kehittyvät Korkomarkkinat, paikallisvaluutta, osuuslaji EUR	12,94	13,23
KlimaTrends KL	3,73	10,32	Nye Markeder Obl. Lokal Valuta - Akk, klasse DKK	12,58	12,82
Latinamerika KL	37,07	34,47	Nye Markeder Obligasjon Lokal Valuta, klasse NOK	6,64	6,91
Latinamerika - Akkumulerende KL			Tilvæxtmarknadsobligationer Lokal Valuta, Klass SEK	18,57	18,47
Latinamerika, klass SEK	45,58	41,21	Nye Markeder Small Cap KL	7,62	4,96
Latinamerika, klasse NOK	31,85	27,43	Nye Markeder Small Cap - Akkumulerende KL		
Mix - Akkumulerende KL *	4,61	-	Emerging Markets Small Cap, klasse NOK	1,57	÷0,54
Mix Defensiv - Akkumulerende KL *	3,32	-	Nye Markeder Small Cap - Akk., klasse DKK	7,37	4,96
Mix Obligationer KL *	3,97	-	Teknologi KL	7,59	16,53
Mix Obligationer - Akkumulerende KL *	4,15	-	Tyskland KL	÷1,56	5,72
Mix Offensiv - Akkumulerende KL *	4,86	-	Udenlandske Obligationsmarkeder KL *	6,11	7,43
Mix Offensiv Plus - Akkumulerende KL *	4,91	-	USA KL	17,07	13,80
Norden KL	0,77	2,32	USA - Akkumulerende KL		
Norden Indeks KL	2,14	2,32	USA, klass SEK	22,87	19,50
Nordiske Virksomhedsobligationer - Akkumulerende KL			USA, klasse NOK	10,88	7,84
Nordisk Kredittobligasjon, klasse NOK h	3,47	5,97	USA, klasse NOK W **	10,60	7,04
Nordiska Företagsobligationer, klass SEK h	2,13	4,22	USA - Akkumulerende, klasse DKK h	13,10	9,23
Nordiske Virksomhedsobligationer - Akk., kl DKK h	2,21	4,43	Østeuropa KL	31,41	28,99
Pohjoisen Yrityslainat, osuuslaji EUR h	2,42	4,48	Østeuropa ex Rusland KL	6,89	8,67
Norske Korte Obligationer - Akkumulerende KL					
Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK	3,90	0,54			
Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK I	4,19	0,54			

\* Intet relevant mål for markedsafkastet. \*\* Introduceret i 2016.

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



## Udbytter for 2016

Afdelingsnavn	Acontoud- bytte (DKK pr. andel)	Restudbytte (DKK pr. andel)	Afdelingsnavn	Acontoud- bytte (DKK pr. andel)	Restudbytte (DKK pr. andel)
Bioteknologi KL	-	0,00	Global StockPicking KL	-	4,40
Danmark KL	-	43,10	Global StockPicking 2 KL	-	4,30
Danmark Fokus KL	-	49,10	Globale High Yield-Obligationer KL	-	0,00
Danmark Indeks KL	-	36,40	Globale Lange Indeksobligationer KL	-	0,00
Danmark Indeks Small Cap KL	-	11,10	Globale Mellemlange Indeksobligationer KL	-	0,00
Dannebrog Mellemlange Obligationer KL	0,70	1,10	Globale Virksomhedsobligationer KL	-	2,90
Danske Indeksobligationer KL	-	5,10	Japan KL	-	0,00
Danske Korte Obligationer KL	-	1,40	Kina KL	-	0,00
Danske Lange Obligationer	0,90	3,00	KlimaTrends KL	-	8,20
Euro High Yield-Obligationer KL	-	1,90	Latinamerika KL	-	0,00
Euro Investment Grade-Obligationer KL	-	3,70	Mix Obligationer KL	-	0,70
Europa KL	-	7,90	Norden KL	-	15,20
Europa Fokus KL	-	2,80	Norden Indeks KL	-	12,90
Europa Højt Udbytte KL	-	16,10	Nye Markeder KL	-	19,70
Europa Indeks KL	-	0,00	Nye Markeder Indeksobligationer KL	-	0,10
Europa Indeks BNP KL	-	0,00	Nye Markeder Obligationer KL	-	4,00
Europa Small Cap KL	-	42,80	Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta KL	-	0,00
Europæiske Obligationer KL	-	3,30	Nye Markeder Small Cap KL	-	0,00
Fjernøsten KL	-	11,10	Teknologi KL	-	15,10
Fjernøsten Indeks KL	-	4,20	Tyskland KL	-	29,00
Fonde KL	0,95	0,80	Udenlandske Obligationsmarkeder KL	-	1,30
Global Højt Udbytte KL	-	3,30	USA KL	-	16,40
Global Indeks KL	-	6,10	Østeuropa KL	-	0,00
Global Indeks 2 KL	-	4,50	Østeuropa ex Rusland KL	-	0,00
Global Plus KL	-	0,00			

Acontoudbytterne blev udbetalt i efteråret 2016. Restudbytterne blev udbetalt den 6. februar 2017 sammen med udbytterne fra de øvrige afdelinger. I skemaet bagest i årsrapporten viser vi, hvordan udbytterne beskattes.

## Afkast frem til 15/3-2017

Afdeling/Andelsklasse	Afdeling År til dato	Afdeling/Andelsklasse	Afdeling År til dato
Afrika - Akkumulerende KL		Global Højt Udbytte KL	3,90
Afrika, klass SEK	2,60	Global Indeks KL	4,50
Afrika, klasse NOK	4,05	Global Indeks 2 KL	4,30
Afrika - Akkumulerende, klasse DKK	3,18	Global Indeks - Akkumulerende KL	
Afrika, osuuslaji EUR	3,21	Global Indeks - Akkumulerende, klasse DKK h	4,88
Bioteknologi KL	14,91	Global Plus KL	2,26
Bond Income - Akkumulerende KL		Global StockPicking KL	2,31
Income Obligationer - Akk., klasse DKK h	0,43	Global StockPicking 2 KL	2,30
Income Obligationer - Akk., klasse EUR h	0,46	Global Stockpicking - Akkumulerende KL	
Danmark KL	6,54	Global StockPicking, klasse NOK	3,19
Danmark - Akkumulerende KL	6,56	Global StockPicking, osuuslaji EUR	2,39
Danmark Fokus KL	7,03	Global StockPicking - Akk., klasse DKK	2,39
Danmark Indeks KL	5,90	Globale High Yield-Obligationer KL	0,83
Danmark Indeks Small Cap KL	6,19	Globale High Yield-Obligationer - Akk. KL	
Dannebrog Mellemlange Obligationer KL	-0,04	Global High Yield Bonds - Acc., class EUR h	0,80
Danske Indeksobligationer KL	1,06	Global High Yield Bonds, osuuslaji EUR W h	0,82
Danske Korte Obligationer KL	0,13	Global High Yield Obligasjon, klasse NOK h	1,04
Danske Lange Obligationer KL	-0,07	Globala High Yield-obligationer, klass SEK h	0,71
Euro High Yield-Obligationer KL	1,65	Globale Lange Indeksobligationer KL	-1,09
Euro High Yield-Obligationer - Akk. KL		Globale Lange Indeksobligationer - Akk. KL	
Euro High Yield Obligasjon, klasse NOK h	2,19	Global Realrente Obligasjon, klasse NOK h	-0,82
Euro High Yield-Obligationer, klass SEK h	1,85	Globala Realräntor, klass SEK h	-1,09
Euro High Yield-Obligationer - Akk., klasse DKK h	1,90	Globale Lange Indeksobligationer - Akk., klasse DKK h	-1,07
Euro Investment Grade-Obligationer KL	-0,15	Reaalikorko Maa ilma, osuuslaji EUR h	-1,04
Europa KL	2,95	Globale Mellemlange Indeksobligationer KL	-0,78
Europa - Akkumulerende KL		Globale Virksomhedsobligationer KL	-0,17
Europa - Akkumulerende, klasse DKK h	3,68	Horisont 20 - Akkumulerende KL	
Europa Fokus KL	3,57	Horisont 20, klasse NOK	1,92
Europa Fokus - Akkumulerende KL	3,61	Horisont 20, klasse NOK I	1,97
Europa Højt Udbytte KL	2,40	Horisont 35 - Akkumulerende KL	
Europa Højt Udbytte - Akkumulerende KL		Horisont 35, klasse NOK	2,33
Europa Højt Udbytte - Akk., klasse DKK	2,41	Horisont 35, klasse NOK I	2,37
Europe High Dividend, klasse NOK	3,24	Horisont 50 - Akkumulerende KL	
Europa Indeks KL	3,34	Horisont 50, klasse NOK	2,69
Europa Indeks BNP KL	3,15	Horisont 50, klasse NOK I	2,73
Europa Small Cap KL	6,63	Horisont 65 - Akkumulerende KL	
Europa Small Cap - Akkumulerende KL		Horisont 65, klasse NOK	3,01
Europa Small Cap - Akk., klasse DKK	6,65	Horisont 65, klasse NOK I	3,03
Europe Small Cap, klasse NOK	7,53	Horisont 80 - Akkumulerende KL	
Europæiske Obligationer KL	-1,46	Horisont 80, klasse NOK	3,33
Fjernøsten KL	10,47	Horisont 80, klasse NOK I	3,36
Fjernøsten Indeks KL	9,72	Horisont 100 - Akkumulerende KL	
Fonde KL	0,04	Horisont 100, klasse NOK	3,49

## Afkast frem til 15/3-2017

Afdeling/Andelsklasse	Afdeling År til dato	Afdeling/Andelsklasse	Afdeling År til dato
Horisont 100, klasse NOK I	3,55	Global Emerging Markets, klasse NOK	7,56
Horisont Pension 2020 - Akkumulerende KL		Global Emerging Markets, Osuuslaji EUR	6,72
Horisont Pension 2020, klass SEK	1,86	Nye Markeder - Akkumulerende, klasse DKK	6,74
Horisont Pension 2030 - Akkumulerende KL		Nye Markeder Indeksobligationer KL	3,98
Horisont Pension 2030, klass SEK	2,94	Nye Markeder Indeksobligationer - Akk. KL	
Horisont Pension 2040 - Akkumulerende KL		Nye Markeder Indeksobligationer - Akk., klasse DKK	4,02
Horisont Pension 2040, klass SEK	3,24	Nye Markeder Realrente Obligasjon, klasse NOK	4,87
Horisont Rente Konservativ - Akk. KL		Reaalikorko Kehittyvät Markkinat, osuuslaji EUR	4,03
Horisont Rente Konservativ, klasse NOK	0,85	Tillväxtmarknadsobligationer Real Ränta, klass SEK	3,42
Horisont Rente Konservativ, klasse NOK W	0,88	Nye Markeder Obligationer KL	1,89
Horisont Rente Konservativ Institusjon, klasse NOK I	0,88	Nye Markeder Obligationer - Akk. KL	
Horisont Rente Offensiv - Akkumulerende KL		Emerging Markets Debt Hard Currency, osuuslaji EUR W h	1,93
Horisont Rente Offensiv, klasse NOK	1,60	Emerging Markets Debt Hard Currency - Acc. class EUR h	1,93
Horisont Rente Offensiv Institusjon, klasse NOK I	1,62	Nye Markeder Obligasjon, klasse NOK h	2,25
Horisont Rente Plus - Akkumulerende KL		Tillväxtmarknadsobligationer, klass SEK h	1,80
Horisont Rente Pluss, klasse NOK	1,08	Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta KL	3,11
Horisont Rente Pluss, klasse NOK I	1,13	Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta - Akkumulerende KL	
Horisont Rente Pluss, klasse NOK W	1,16	Kehittyvät Korkomarkkinat, paikallisvaluutta, osuuslaji EUR	3,09
Japan KL	5,08	Nye Markeder Obl. Lokal Valuta - Akk, klasse DKK	3,05
Kina KL	10,07	Nye Markeder Obligasjon Lokal Valuta, klasse NOK	3,90
KlimaTrends KL	4,61	Tillväxtmarknadsobligationer Lokal Valuta, Klass SEK	2,47
Latinamerika KL	8,52	Nye Markeder Small Cap KL	5,95
Latinamerika - Akkumulerende KL		Nye Markeder Small Cap - Akk. KL	
Latinamerika, klass SEK	8,61	Emerging Markets Small Cap, klasse NOK	7,07
Latinamerika, klasse NOK	10,20	Nye Markeder Small Cap - Akk., klasse DKK	6,23
Mix - Akkumulerende KL	1,15	Teknologi KL	11,39
Mix Defensiv - Akkumulerende KL	0,86	Tyskland KL	5,71
Mix Obligationer KL	0,58	Udenlandske Obligationsmarkeder KL	0,77
Mix Obligationer - Akkumulerende KL	0,68	USA KL	3,71
Mix Offensiv - Akkumulerende KL	1,66	USA - Akkumulerende KL	
Mix Offensiv Plus - Akkumulerende KL	2,05	USA, klass SEK	2,98
Norden KL	4,19	USA, klasse NOK	4,42
Norden Indeks KL	3,89	USA, klasse NOK W	4,58
Nordiske Virksomhedsobligationer - Akk. KL		USA - Akkumulerende, klasse DKK h	4,09
Nordisk Kredittobligasjon, klasse NOK h	1,66	Østeuropa KL	-1,37
Nordiska Företagsobligationer, klass SEK h	1,29	Østeuropa ex Rusland KL	9,15
Nordiske Virksomhedsobligationer - Akk., kl DKK h	1,32		
Pohjoisen Yrityslainat, osuuslaji EUR h	1,36		
Norske Korte Obligationer - Akk. KL			
Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK	1,00		
Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK I	1,06		
Nye Markeder KL	7,12		
Nye Markeder - Akkumulerende KL			

Skemaet viser afdelingernes afkast fra 31. december 2016 frem til den 15. marts 2017 - dagen før årsrapporten er offentliggjort. Opgjort på baggrund af kurser pr. 14. marts 2017.

# Investeringsmarkederne i 2016

## Verdensøkonomien

### Fra krisefrygt til vækstoptimisme

Politik stod øverst på dagsordenen i 2016 med mange afgørende begivenheder, der i flere tilfælde bød på store overraskelser. Men inden vi fortaber os i politik, er det på sin plads at kortlægge den økonomiske udvikling, som den udspillede sig i 2016. Året lagde ud med bekymringer for recession i USA. Disse skyldtes delvist den kraftigt styrkede dollar, som ramte eksporterhvervene, og kollapset i energiinvesteringer som konsekvens af faldet i olieprisen. Svagheden kom særligt til udtryk i fremstillingssektoren, som iværksatte en voldsom reduktion af lagrene. Svagheden bredte sig dog ikke for alvor til den større og i BNP-sammenhæng vigtigere servicesektor, og dermed undgik amerikansk økonomi en recession. Den amerikanske centralbank, Fed måtte dog revidere sine forventninger til 2016 og endte med kun at hæve renten én gang ved årets udgang mod forventningen om fire renteforhøjelser ved årets start.

Ulykker kommer dog sjældent alene, og samtidigt med at recessionsfrygten i USA stod på, frygtede investorerne en valutakrise i Kina. De svaghestegn, som den kinesiske økonomi viste i 2015 som konsekvens af, at politikerne forsøgte at bringe økonomien tilbage på et holdbart spor, satte gang i spekulationer om, at Kina havde behov for en betydelig devaluering. Europa bidrog også til de mange bekymringer, da banksystemet nok engang var i søgelyset med Deutsche Bank i

hovedrollen. I takt med at vi nærmede os foråret 2016, aftog disse bekymringer, og den globale økonomi viste fornyet styrke. Henimod årets afslutning var krisefrygten afløst af vækstoptimisme.

Ser vi på politik, fyldte især to begivenheder en del på investorernes dagsorden – dels briternes beslutning om at forlade EU (Brexit), dels amerikanernes valg af Donald Trump som præsident.

Brexit overraskede alt og alle, og til at begynde med var nervøsiteten høj. Hverken de finansielle markeder eller meningsmålingerne havde forudset udfaldet af folkeafstemningen, og vi var vidne til markante aktiekursfald. Stemningen blev dog hurtigt vendt, da de store centralbanker gik ud og forsikrede investorerne om, at de nok engang ville holde hånden under risikable aktiver enten ved at fastholde en lempelig pengepolitik eller ved at lempe yderligere. Ydermere viste udfaldet af afstemningen sig at få begrænsede effekter på væksten, og renterne forblev lave.

Den anden store begivenhed var det amerikanske præsidentvalg. Endnu engang tog såvel politiske eksperter, meningsmålinger som de finansielle markeder fejl. Det amerikanske folk valgte Donald Trump til præsident. Mange havde inden valget spået, at et valg af Trump ville lede til store aktiekursfald, men hans forsonlige sejrstale resulterede i stedet i både stigende renter og aktier. De største bekymringer aftog, og tilbage stod hans forslag om lempeligere finanspolitik.

## Det globale obligationsmarked i 2016

Obligationer	Renteniveau i pct., ultimo		Afkast i pct.
	2015	2016	
Danmark	0,92	0,33	5,32
USA	2,27	2,44	3,76
Japan	0,27	0,05	9,63
Tyskland	0,63	0,21	3,70
Sverige	1,00	0,56	±0,88
Storbritannien	1,96	1,24	±4,78
Hele verden			4,22
Eurozonen			2,75
Emerging markets			8,27
Erhvervsobligationer Inv. grade *			4,77
Erhvervsobligationer Spec. grade *			14,69

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



Vi har i 2016 set et generelt kursskifte blandt vestlige politikere mod fokus på stigende vækst på bekostning af økonomisk holdbarhed. Særligt euroland har taget skridt i denne retning. Regionen præsterede flotte vækstrater hen over året drevet i høj grad af en lempelig finanspolitik. Europa-Kommissionens store investeringsplan (Junckerplan), lempeligere finanspolitik i Sydeuropa samt flygtningekrisen ledte samlet set til, at finanspolitikken i euroland bidrog markant til væksten. Ved udgangen af 2016 slog Europa-Kommissionen endnu et slag for en lempelig finanspolitik i 2017. Det skete samtidig med, at investorerne justerede deres vækst- og inflationsforventninger op i USA grundet valget af Trump. Derfor sluttede året med stigende renter.

Verdens næststørste økonomi – Kina – overraskede positivt i 2016. Det kinesiske kommunistpartis politibureau skiftede på linje med de vestlige politikere også fokus fra økonomisk holdbarhed til vækst. Det satte et vækst mål på 6,5 pct. og styrede med hård hånd økonomien mod dette mål ved hjælp af en lempelig finans- og pengepolitik. Det betød, at boligmarkedet og infrastrukturinvesteringer fik et comeback. I andet halvår af 2016 blev det dog klart for det kinesiske styre, at det var gået en anelse for langt i sine bestræbelser på at nå vækst målet. Boligmarkedet overophedede, og huspriser i de store byer steg eksplosivt. I starten af oktober 2016 greb myndighederne ind og gjorde det sværere at låne penge, ligesom der blev etableret en række forhindringer for boligspekulanter. Det kølede boligmarkedet ned sidst på året. Kigger vi på resten

af de nye markeder, er historien en anden. Markederne her blev ramt af bagsiden af Trumps politikker. Ud over den stærkere dollar og de stigende amerikanske renter betød valget af Trump også, at de nye markeder måtte forholde sig til risikoen for en protektionistisk handelspolitik. Særligt Latinamerika blev hårdt ramt med markante valutavækkelser overfor USD til følge.

Mod årets afslutning voksede de tre økonomiske giganter USA, Kina og euroland over deres langsigtede potentiale drevet af lempelig finans- og pengepolitik. Dette er et markant anderledes udgangspunkt, end det var tilfældet ved udgangen af 2015, og vi forventer derfor robust vækst i 2017.

#### Valutamarkederne i 2016

Valuta	Ændring i pct.	Kurs
Engelske pund	÷ 13,97	871,08
Euro	÷ 0,36	743,56
Japanske yen	5,84	6,04
Norske kroner	5,52	81,90
Svenske kroner	÷ 4,77	77,60
US dollar	2,62	704,96

Skemaet viser valutaudviklingen over for danske kroner i 2016 samt kursen ultimo året.

#### Verdens aktiemarkeder i 2016

Aktier	Ændring i pct.
Danmark	3,22
Japan	5,05
USA	13,80
Hele verden	10,69
Europa	2,20
Norden	÷ 1,62
Fjernøsten ex japan	8,20
Emerging Markets	14,10
Latinamerika	34,47
Østeuropa	28,99

Kilde: Morgan Stanley og OMX.

#### Sektorudviklingen på aktiemarkederne i 2016

Sektor	Ændring i pct.
Energi	31,00
Materialer	26,82
Industri	14,84
Forbrugsgoder	5,57
Konsumentvarer	4,18
Sundhedspleje	÷ 4,39
Finans	15,32
Informationsteknologi	15,13
Telekommunikation	7,78
Forsyning	8,44
Ejendomme	÷ 4,01

Skemaet viser kursudviklingen i de enkelte aktiesektorer i 2016 gjort op ud fra alle verdens aktier. Kilde MSCI World AC Index.

## Obligationer

### *Politiske begivenheder og centralbanker satte dagsordenen*

2016 startede med stor fokus på den europæiske banksektor og Kinas finansielle situation. Det betød, at Fed meget hurtigt i løbet af årets første par måneder skruede ned for forventningerne til antallet af renteforhøjelser i 2016, og det fik den 2-årige rente i USA til at falde fra godt 1 pct. til omkring 0,65 pct., samtidig med at den 10-årige rente faldt fra ca. 2,25 pct. til 1,60 pct. Efter at have fordøjet de mere geopolitiske begivenheder har der været ro omkring Fed, indtil slutningen af 2016, hvor end ikke et overraskende amerikansk præsidentvalg kunne forhindre en renteforhøjelse. Den amerikanske centralbank forhøjede de ledende renter med 25 bp i december. Det amerikanske valgresultat betød dog helt anderledes inflationsforventninger og stigende 10-årige amerikanske renter – således steg den 10-årige amerikanske rente fra godt 2,0 pct. til knap 2,5 pct., mens inflationsforventningerne steg fra 2,25 pct. til 2,50 pct.

De 10-årige renter i Europa startede 2016 på godt 0,6 pct., men fokus på Europas svageste banker og ustabile økonomiske signaler fra Kina fik hurtigt de 10-årige europæiske renter til at falde til omkring 0,15 pct. Det fik ECB på banen ved at ændre de månedlige opkøb af obligationer fra 60 mia. EUR til 80 mia. EUR. Bedst som der var ved at komme ro på de europæiske markeder stemte englænderne "Leave" til EU. Det betød, at de 10-årige tyske renter faldt til historiske  $\div 0,19$  pct. Henover sommeren faldt der ro på markederne, men en diskussion om, hvorvidt ECB ville reducere obligationsopkøbsprogrammet, fik renterne til at stige i løbet af efteråret. Påvirkningen fra denne diskussion blev dog holdt nede af generelle overvejelser om, hvorvidt Sydeuropa kunne klare stigende renter med landenes nuværende gælds niveauer i forhold til deres økonomi. På trods af de øgede vækst- og inflationsforventninger i USA er forventningerne til den europæiske inflation mere afdæmpede, hvilket gav en forlængelse af ECBs obligationsopkøbsprogram til december 2017. Den 10-årige tyske rente endte derfor 2016 igen i positivt terræn på 0,21 pct.

Danske realkreditobligationer har igennem 2016 været understøttet af en høj efterspørgsel, hvilket har medført, at afkastet på danske realkreditobligationer generelt har været højere end afkastet på tilsvarende statsobligationer. Afkastet på danske obligationer har desuden været positivt påvirket af faldende renter henover året. Den 10-årige obligationsrente faldt således fra 0,92 pct. ved starten af 2016 til 0,33 pct. ved udgangen af 2016.

Inflationsforventningerne globalt gik fra meget afdæmpede forventninger i starten af 2016 til mere inflationsoptimistiske forventninger i slutningen af året. Globale indeksobligationer har derfor klaret sig godt. Specielt i USA har de øgede vækstforventninger sammen med en hjælpende hånd fra Trump givet en tro på, at USA igen skulle opleve inflation over inflationsmålet fra Fed. I England var det "Leave"-udfaldet ved briternes afstemning i slutningen af juni der gav et stemningsskift i inflationsforventningerne. I Europa vægtede et underdrejet arbejdsmarked i Sydeuropa dog tungest, hvorfor stigningen i de europæiske inflationsforventninger har været mere afdæmpet.

## Kreditobligationer

### *Et godt år for mange obligationer*

2016 var på mange måder et rekordår for kreditobligationsmarkedet, hvor virksomhedsobligationer med høj kreditkvalitet oplevede den laveste rente og den højeste udstedelsesaktivitet i markedets historie. Afkastet på virksomhedsobligationer med høj kreditkvalitet blev også langt højere end ventet, og der var positive afkast på tværs af alle sektorerne. Merrenten i forhold til tilsvarende statsobligationer (kreditspænd) endte 2016 0,11 procentpoints lavere end ved årets start, men det dækkede over, at den finansielle sektor endte på et lidt højere niveau, mens ikke-finansielle obligationer sluttede året på et lavere niveau.

Det europæiske marked for virksomhedsobligationer med lav kreditkvalitet leverede også pæne positive afkast og kreditspændene på disse blev samlet set indsnævret med 0,94 procentpoint. For virksomhedsobligationer med lav kreditkvalitet var det ligeledes ikke-

finansielle obligationer, der sluttede året på niveauer et godt stykke under 2015-niveauet, mens finansielle obligationer sluttede 2016 på omtrent samme niveau som ved indgangen til året.

Efter en meget negativ start på året med markante udvidelser i kreditspændene som følge af frygt for faldende global vækst, vendte stemningen medio februar, hvor olieprisen nåede sit lavpunkt og satte gang i en større indsnævring af kreditspændene. I starten af marts fik den positive trend for alvor fart, efter ECB øgede det månedlige opkøbsprogram fra 60 mia. til 80 mia. EUR, og ECB samtidig inkluderede virksomhedsobligationer med høj kreditkvalitet i programmet. Dette var startskuddet til en længere periode med faldende kreditspænd og renter og stor udstedelsesaktivitet, og selv ikke det overraskende Brexit i England formåede at ødelægge den positive stemning.

Efter en negativ start på 2016 præget af faldende energipriser endte 2016 med at blive et rigtig godt år for obligationer fra de nye markeder. Merrenten på obligationer fra de nye markeder udstedt i hård valuta i forhold til tilsvarende amerikanske statsobligationer (kreditspændet) blev således indsnævret med 0,75 procentpoint over året til 3,40 procentpoint ved årets udgang. De drivende kræfter bag denne indsnævring af spændet var en stigning i olieprisen på over 50 pct. samt et generelt forbedret makroøkonomisk billede i de nye markeder præget af stigende vækst og forbedrede betalingsbalancer. Slutsultatet blev, at obligationer fra de nye markeder udstedt i USD, men valutasikret over for DKK, kom ud af året med et afkast på 8,5 pct., hvilket var 7,7 procentpoint højere end afkastet på tilsvarende amerikanske statsobligationer. Obligationer fra de nye markeder udstedt i landenes egne valutaer gav et endnu højere afkast på 12,8 pct. omregnet til DKK.

## Valuta

### *Brexit satte sit præg*

Valutamarkedet har i 2016 været domineret af en altoverskyggende begivenhed – Brexit. Den overraskende afstemning i Storbritannien førte til en markant svækkelse af GBP både i tiden op til og særligt efter valget.

Fra årets start er GBP faldet ca. 14 pct. mod EUR, og det er endda efter en pæn GBP-styrkelse i årets sidste måneder. Dollaren blev også styrket mod både GBP og EUR efter afstemningen, da det vurderes, at euro-zonen også vil blive ramt af en britisk udtræden af EU. Mod danske kroner har vi over året set en mindre USD-styrkelse på knap 3 pct. i 2016, men med stor volatilitet indenfor året, og det er særligt efter Trumps valgsejr, at USD har fået vind i sejlene.

Overordnet set blev JPY styrket pænt særligt mod USD i starten af året. Efter Trumps valgsejr og de pæne aktiemarkeder i slutningen af 2016, hvor JPY traditionelt sælges fra, har vi set en svækkelse tilbage mod niveauet fra årets begyndelse. Yennen steg knap 6 pct. overfor DKK i 2016.

Hos vores skandinaviske naboer er historien blandet. Norsk økonomi og dermed valutakurs er stærkt eksponeret mod olieprisen. Olien er steget pænt i 2016, hvilket har trukket NOK med, og den er styrket med ca. 5,5 pct. mod danske kroner oven på en markant svækkelse i 2015. I Sverige er historien en anden, og SEK er primært drevet af den svenske Riksbank, som både har sænket renten og ført en lempelig pengepolitik. Det har ført til en mindre svækkelse af den svenske krone på knap 5 pct. overfor DKK.

Vores hjemlige fastkurspolitik har oplevet et roligt 2016 ovenpå den voldsomme nervøsitet for fastkurspolitikken i 2015, og interventionen fra Nationalbanken har været på et beskedent niveau.

## Globale aktier

### *De nye markeder gjorde det bedst*

De globale aktiemarkeder gav i 2016 et afkast på 10,7 pct., og der var positive afkast på aktiemarkedene i de udviklede økonomier – USA, Europa og Japan – samt de nye markeder. Udviklingen på aktiemarkedene var negativ i starten af 2016 for derefter at udvikle sig positivt. I USA steg aktiemarkedet med 13,8 pct., understøttet af en lempelig pengepolitik, der i kombination med en fortsat forbedring af væksten i amerikansk økonomi, et forbedret arbejdsmarked samt afdæmpede

inflation forventninger var positivt for aktiemarkedet. Det overraskende valg af Donald Trump som præsident og hermed en potentiel ændring af den førte økonomiske politik i USA betød, at de mere cykliske sektorer steg pænt i slutningen af året. En potentiel ændring af den førte økonomiske politik i retning af en mere ekspansiv finanspolitik drevet af infrastrukturinvesteringer og en potentiel nedsættelse af selskabsskatterne var positivt for aktiemarkedet og forøgede værdifastsættelsen i forventning om forbedrede fremtidige indtjeningsmuligheder:

De europæiske aktiemarkeder leverede et afkast på 2,2 pct., som primært kan tilskrives en pæn positiv kursudvikling i fjerde kvartal. Det europæiske aktiemarked var blandt andet påvirket af Storbritanniens afstemning om fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, og dette skabte usikkerhed op til afstemningen. Afstemningsresultatet blev et nej til fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, hvilket skabte fornyet usikkerhed og kursfald. De negative kursreaktioner var relativt kortvarige, og andet halvår af 2016 bød på en vending i aktiemarkedet og positive afkast. ECBs lempelige pengepolitik, en pæn økonomisk vækst drevet af investerings- og forbrugsaktivitet og fortsat attraktive finansielle vilkår var understøttende for kursudviklingen.

I Japan leverede aktiemarkedet et afkast på 5,1 pct., som kan tilskrives en styrkelse af den japanske yen på 5,8 pct. i forhold til danske kroner:

De nye markeder leverede et afkast på 14,1 pct. og steg for første gang i en årrække mere end det globale aktiemarked generelt. Udviklingen var drevet af den kinesiske vækst, som blev stabiliseret i løbet af året, og transformationen af økonomien i retning mod en mere forbrugsdrevet udvikling. Også andre områder af de nye markeder – Latinamerika og Østeuropa – oplevede en stabilisering og vending.

Råvaremarkederne og olieprisen udviste store udsving igennem 2016. I slutningen af året indgik de olieproducerende lande i OPEC en aftale med henblik på at reducere olieproduktionen, hvilket bevirkede, at olieprisen

steg til ca. USD 57 pr. tønde Brent. Stabiliseringen på råvaremarkederne og olieprisen gav fornyet optimisme i de råvarerelaterede sektorer, på trods af at indtjeningsudviklingen fortsat er presset på længere sigt.

Sektorafkastene var meget forskellige i 2016. De sektorer, som leverede de højeste afkast, var energi, materialer og informationsteknologi med afkast på henholdsvis 31,0 pct., 26,7 pct. og 15,1 pct. De sektorer, som gav de laveste afkast, var sundhed, konsumentvarer og ejendomme med afkast på henholdsvis ÷ 4,2 pct., 4,2 pct. og 5,0 pct. Alle sektorer, bortset fra sundhed, leverede positive afkast, men med en stor spredning.

## Danske aktier

### *Blandet aktieår*

Modsat de senere år har de danske aktier klaret sig ringere end de globale aktier, særligt i forhold til det amerikanske marked og de nye markeder. Det danske aktiemarked steg 3,2 pct. Hovedårsagen skal findes i et fald i sundhedssektoren (hovedsageligt Novo Nordisk), men også flere andre stabile vækstaktier havde et svagt år i 2016. Omvendt havde industrisektoren generelt et godt aktieår på baggrund af stigende oliepriser og stigninger på visse råvarer. Også bankerne endte året med kursstigninger på baggrund af forventning om stigende renter. De små og mellemstore selskaber, som steg 7,0 pct., havde overordnet et lidt bedre aktieår end de store C20-selskaber.

"Investeringsmarkederne i 2016" er en generel gennemgang af årets udvikling på de finansielle markeder. Derfor kan beskrivelsen af nogle investeringsområder virke mindre relevant i forhold til investeringsrådet omfattet af nærværende årsrapport. Beskrivelsen er medtaget for at give et overblik over de finansielle marketers udvikling.

# Evaluering af forventningerne til 2016

Forventningerne til 2016 om moderat fremgang i den globale økonomi blev indfriet, men med betydelige forskelle i de regionale vækstrater. Den pæne globale økonomiske vækst skyldes pæn fremgang i USA, Kina og euroland grundet lempelig finans- og pengepolitik. Økonomien i USA var specielt drevet af færre renteforhøjelser end forventet. Udviklingen i euroland var præget af Brexit, mens stabilisering af råvarepriserne, herunder olieprisen havde stor betydning for de nye markeder.

De store aktiemarkeder har generelt indfriet vores forventninger om positiv fremgang, hvor flere regioner, blandt andet USA og de nye markeder, har leveret mere end den forventede moderate fremgang. Europa og Danmark har derimod kun lige levet op til forventningerne om moderat positive afkast. Den amerikanske økonomi undgik recession, og væksten var drevet af en fortsat lempelig pengepolitik og udfaldet af præsidentvalget. De nye markeder steg for første gang i en årrække mere end det globale aktiemarked generelt. Udviklingen var drevet af den kinesiske vækst, som blev stabiliseret i løbet af året, og transformationen af økonomien i retning mod en mere forbrugsdrevet udvikling. Også andre områder af de nye markeder – Latinamerika og Østeuropa – oplevede en stabilisering og vending og leverede således afkast, som var højere end forventet, delvist drevet af en stabilisering af råvarepriserne.

ECB fastholdt som forventet en lempelig pengepolitik og forøgede obligationsopkøbsprogrammet.

Fed foretog ikke som forventet to til fire renteforhøjelser i løbet af 2016. Fed var i løbet af året nødt til at revidere forventningerne, hvilket betød, at renten kun blev hævet én gang ved udgangen af året.

Merrenten på virksomhedsobligationerne med såvel høj som lav kreditkvalitet i forhold til sammenlignelige statsobligationer faldt i modsætning til vores forventninger om et uændret rentespænd. Merrenten på virksomhedsobligationerne med lav kreditkvalitet oplevede den største indsnævring, og generelt leverede virksomhedsobligationerne afkast over det forventede.

Obligationer fra de nye markeder udstedt i USD mere end indfrie vores forventninger om moderat positive afkast, og merrenten på disse obligationer i forhold til tilsvarende amerikanske statsobligationer blev indsnævret markant på grund af en stigning i olieprisen på over 50 pct. samt et økonomisk billede i de nye markeder præget af stigende vækst og forbedrede betalingsbalancer.

Forventningerne om, at globale indeksobligationer ville levere bedre afkast end sammenlignelige statsobligationer i 2016 blev indfriet. Efter en lang periode med faldende inflationsforventninger steg forventningerne i 2016, og indeksobligationer leverede et afkast, der var højere end sammenlignelige, almindelige statsobligationer grundet øgede vækstforventninger i USA og Brexit. På valutamarkedet blev vores forventninger til en styrkelse af USD indfriet med en mindre styrkelse af USD. Brexit medførte, at USD blev styrket mod både GBP og EUR, og USD blev yderligere styrket efter det amerikanske præsidentvalg. Som forventet havde Brexit stor indflydelse på GBP, og i løbet af 2016 faldt GBP betydeligt. De nordiske valutaer udviklede sig ikke som forventet. NOK blev styrket grundet stigende oliepriser, mens SEK oplevede en svækkelse overfor DKK, da den svenske Riksbank mod forventning både har sænket renten og ført en lempelig pengepolitik.

# Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i 2017

## Verdensøkonomien

### *Væksten fortsætter – men ikke uden forhindringer*

Vi forventer robust økonomisk vækst i 2017. Vi forventer, at alle de store økonomier vil fastholde både en lempelig penge- og finanspolitik og at det vil medvirke til, at økonomierne vil fastholde de flotte takter, de viste ved udgangen af 2016.

I USA forventer vi, at væksten fortsætter de positive takter gennem 2017. Den vil først og fremmest være drevet af fortsat fremgang i den private sektor, hvor både privatforbrug og virksomhedsinvesteringer vil bidrage positivt. Derudover forventer vi, at ejendomsinvesteringer vil bidrage i højere grad, i takt med at boligbyggeriet kommer op i fart. Lempeligere finanspolitik vil dog også spille en rolle. De store tal, Trump strøg om sig under valgkampen, er efter vores vurdering ikke realistiske. Den lempeligere politik vil sandsynligvis komme til at bestå af skattelettelser, da han på dette område deler holdning med det republikanske flertal i kongressen. En skattereform skal dog først forhandles på plads, og vi regner derfor ikke med, at husholdninger og virksomheder får glæde af den lavere skat før andet halvår 2017. Samlet set bliver effekten på økonomien derfor moderat. Normaliseringen af den amerikanske pengepolitik vil i vores optik forløbe gradvist, og dermed vil Fed fortsat understøtte den økonomiske vækst. Beskæftigelsen er dog ved at være høj, og vi forventer, at lønningerne vil stige hurtigere næste år, hvilket vil presse forbrugerprisinflationen op. Det betyder, at Fed vil blive presset til at hæve renten to til tre gange i løbet af året. Det er dog ikke nok til at bremse væksten.

Euroland forventes, som det var tilfældet i 2016, at fastholde både en lempelig penge- og finanspolitik, og dermed vil 2017 også blive et pænt vækstår. Det store usikkerhedsmoment i euroland er derfor heller ikke økonomi, men politik. Vi står over for valg i blandt andet de tre største økonomier Tyskland, Frankrig og Italien. Stemningen i de europæiske befolkninger skaber bekymring hos investorerne. Vi har siden gældskrisen set en klar strømning af euroskepticisme, som har gjort det svært at løse de grundlæggende problemer med møntunionen. Dette sammen med de store flygt-

ningestrømme i 2015/16 og de mange terrorangreb gav næring til populistiske strømninger på tværs af Europa, hvilket presser de etablerede politiske partier. Et hovedproblem med de nye politiske strømninger er, at vi ved mere om, hvad de er imod end, hvad de er for, og derfor er de en kilde til usikkerhed i de finansielle markeder. Der er dog også grund til at fastholde optimismen og ikke overdrive den politiske risiko. Brexit og valget af Trump ledte ikke til store varige aktiekursfald, og økonomierne formåede at holde det høje tempo og endda mere til. Derfor er det også vores hovedforventning, at de politiske valg ikke vil bremse den økonomiske udvikling, om end det kan skabe kortvarige bølger af nervøsitet. Vi forventer, at ECB vil holde renterne på nuværende niveauer og fortsætte med at købe statsobligationer hver måned året ud. Særligt i første halvår 2017 vil der være ro omkring pengepolitikken, og ECB vil derfor formå at holde renterne nede og euroen svag. Finanspolitikken kan ligeledes forventes at understøtte væksten. Europa-Kommissionen anbefaler, at den ekspansive finanspolitik fastholdes, og vi forventer, at særligt Sydeuropa vil følge anbefalingen og lade de offentlige budgetter skride yderligere. Samlet set vil det sikre, at Europa vil vokse over sit langsigtede potentiale.

I Kina vil 2017 også stå i finanspolitikens tegn. Vi forventer, at Beijing vil styre økonomien med hård hånd på samme vis, som det var tilfældet i 2016.

---

## 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.

---

Særligt forventer vi, at infrastrukturinvesteringer vil være med til at fastholde en vækst på omkring 6,5 pct. Politikken er grundlæggende uholdbar, og vi forventer, at kineserne fortsat vil skabe ubalancer i det finansielle system. Vi forventer dog ikke, at det vil resultere i en finansiel krise i 2017, idet centralbanken vil sikre, at der er rigeligt med likviditet. Henimod slutningen af 2017 skal det politiske lederskab rundt om præsidenten, Xi Jinping, skiftes ud. Når det nye lederskab er på plads, forventer vi, at et opgør med den nuværende økonomiske kurs vil tage form. Det kan skabe øget usikkerhed i global økonomi.

## Obligationer

### *Inflationsforventningerne indtager den centrale rolle*

De øgede vækstforventninger i USA har givet højere renter over en bred kam. Vi forventer, at denne trend fortsætter et godt stykke ind i 2017. Dels gennem renteforhøjelser fra Feds side, men også stigende 2-årige til 10-årige renter. Selvom renterne var stigende mod slutningen af 2016, så var det alligevel Trumps valg til præsidentposten, som gav det største skub i renterne i opadgående retning. Hvorvidt denne effekt vil fortsætte er mere tvivlsomt. Nok vil øgede offentlige anlægsbudgetter give øget vækst og inflation, men protektionistiske tiltag i form af annullerede handelsaftaler vil ikke nødvendigvis give højere vækst, men snarere øget inflation. Følges vækst og inflation ikke ad, har vi mere ubehagelige scenarier som blandt andet stagflation at bekymre os om. Vi tror dog mere på, at de øgede offentlige budgetter sammen med en tilbageholdende Fed vil give en lettere "overshootning" af inflationen sammen med en anstændig vækst. Vi forventer, at det vil betyde 2 renteforhøjelser fra Feds side i 2017, og at de lange amerikanske renter vil fortsætte op, men dog i et betydeligt mere afdæmpet tempo.

ECB forventes ikke at røre nævneværdigt ved pengepolitikken før efter det tyske valg i efteråret. Det er netop det politiske, der sætter dagsordenen i Europa i 2017. For ud over Tyskland så har Frankrig, Holland og sandsynligvis også Italien parlaments-/præsidentvalg i løbet af 2017. Det store spørgsmål er, om denne risiko sammen med den vedblivende diskussion om hold-

barheden af statsgældsniveauerne i Sydeuropa kan modvirke rentestigningsvinden, som blæser fra USA. Vores bud er, at de europæiske forhold vil veje tungest, og derfor vil de europæiske renter ikke stige betydeligt i 2017, hvorfor rentespændet mellem USA og Tyskland forventes at stige. Ved udgangen af 2017 skal ECB tage stilling til, om den nuværende meget lempelige pengepolitik skal fortsætte. Det er vores forventning, at ECB til den tid vil annoncere en langsom aftrapning af det nuværende opkøbsprogram i 2018.

Vi forventer, at rentespændet mellem danske realkreditobligationer og statsobligationer forbliver nogenlunde uændret igennem 2017, men den højere rente på danske realkreditobligationer betyder, at vi forventer, at de giver højere afkast end tilsvarende danske statsobligationer.

Den globale inflation i de vestlige lande er stigende, og dette forventes at fortsætte. Olien og råvarerne har fundet et niveau, som ikke længere tynger inflationen i nedadgående retning. Hertil kommer, at mange af centralbankerne i de udviklede lande kæmper med for store statsgælds niveauer i forhold til landenes økonomiske formåen. Inflationen ses som det mest nænsomme redskab til at bringe statsgælden ned på et mere tåleligt niveau. Derfor tror vi på en periode med lidt højere inflation end centralbankernes egentlige mål for inflation. Den eneste undtagelse er Europa. Her sætter et meget trægt arbejdsmarked i Sydeuropa stadig en grænse for, hvor høj inflationen kan blive. Globalt set forventes der således gode afkast på indeksobligationer.

## Kreditobligationer

### *Forventer mindre, positive afkast*

Ved indgangen til 2017 er det svært at se samme positive scenarie udspille sig som i 2016. Olien ligger markant højere end ved indgangen til 2016, og vi forventer, at det vil give anledning til stigende inflation og et opadgående pres på de lange renter både i USA og Europa. Centralbankernes lempelige pengepolitik var den helt store positive faktor bag de faldende kredit-spænd og renter i 2016, men den positive trend blev brudt, efter Fed hævede renten og satte gang i processen med at normalisere pengepolitikken.

Samlet set forventer vi, at udsigterne for kreditmarkedet i 2017 er mere udfordrende, end det var i 2016, og vi forventer et relativt lavt afkast for virksomhedsobligationer med høj kreditkvalitet på baggrund af stigende lange renter og moderat stigning i kreditspændene på ikke-finansielle obligationer, som har nydt godt af ECB's opkøbsprogram. Vi forventer generelt store udsving i kreditspændene i løbet af 2017 som følge af Brexit og forestående valg i blandt andet Frankrig og Tyskland. For virksomhedsobligationer med lav kreditkvalitet er vi mere komfortable med udsigterne, og vi forventer højere afkast end for virksomhedsobligationer med høj kreditkvalitet, da de vil nyde godt af de positive vækstudsigter og faldende konkursrater. Vi forventer solid vækst i verdensøkonomien i 2017 og relativt stabile råvarepriser, hvilket vil bane vejen for en vending i de seneste fire års nedadgående trend i den gennemsnitlige kreditkvalitet for landene fra de nye markeder. På den baggrund vurderer vi, at det nuværende kreditspænd er fair set i historisk perspektiv og til den billige side, når vi sammenligner med 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 mindre, positivt afkast på obligationer fra de nye markeder i 2017. Vi må dog erkende, at usikkerheden omkring den amerikanske renteutvikling er stor, ligesom den nye amerikanske præsidents kommende politik på handelsområdet udgør en betydelig risikofaktor for de nye markeder.

## Valuta

### *Dollaren vil blive styrket*

Med de positive vækstudsigter i USA og forventede rentestigninger fra Fed forventer vi, at dollaren styrkes i 2017. En ubekendt faktor er dog Trumps protektionistiske ideer med øgede toldsatser, som kan være en joker i udviklingen. Efterhånden som Storbritannien kommer tættere på udtrædelse af EU, forventer vi en del kursudsving i GBP. Det kan sætte gang i frasalg af pund, der let kan komme under fornyet pres.

Vores overordnede forventninger til en robust vækst i 2017, hvor vi ser stigende renter og aktier, er typisk et marked hvor den japanske yen falder i værdi. Dels drevet af salg af japanske renteprodukter, dels af at JPY igen kan indtræde i sin vante plads som lånevaluta.

Svenske kroner er lavt vurderet i historisk perspektiv, og vi forventer en mindre styrkelse af SEK, efterhånden som pengepolitikken langsomt strammes op i Sverige. Norsk økonomi er som nævnt stærkt eksponeret mod olie, og hvis olien kan holde de seneste pristigninger, ser vi NOK stabilisere sig på et stærkere niveau.

## Globale aktier

### *Moderat positiv udvikling*

Væksten i den globale økonomi er positivt drevet af en solid økonomisk udvikling i de udviklede økonomier samtidigt med, at den økonomiske vækst i de nye markeder er stabiliseret. Der er fortsat stor variation i vækstudviklingen imellem de forskellige økonomiske regioner, hvilket blandt andet vil resultere i en stramning af pengepolitikken i USA i 2017 side om side med et paradigmeskift i renteutviklingen, som kombineret med en relativ høj prisfastsættelse på amerikanske aktier vil lægge en dæmper på udviklingen på amerikanske aktier. I Europa vil vi fortsat opleve meget lempelige finansielle vilkår. Dette vil understøtte investerings- og forbrugslysten, samtidigt med at en fortsat svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar vil være understøttende for den økonomiske vækst i Europa og dermed skabe et fornuftigt indtjeningspotentiale kombineret med en attraktiv prisfastsættelse. I 2017 forventer vi generelt en moderat positiv udvikling på aktiemarkederne, men også markeder, der vil være præget af både stigende og faldende risikoappetit drevet af økonomiske og politiske nyheder globalt.

## Danske aktier

### *En fair prissætning*

Indtjeningsfremgangen for de danske selskaber for det kommende regnskabsår forventes at være moderat positiv i niveauet 10 pct. i både 2017 og 2018. Vurderet på indtjeningsmultipler er det danske aktiemarked ikke højt prisfastsat, og givet de relativt høje vækstforventninger og en høj andel af defensive kvalitetsselskaber sammenlignet med andre aktiemarkeder, så fremstår prissætningen fair. Vi venter et til tider volatilt – men moderat positivt – aktiemarked i 2017. Vi ser fortsat den lempelige pengepolitik fra ECB understøtte de europæiske aktiemarkeder og til dels overskygge politisk usikkerhed.





# Redegørelse for samfundsansvar

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

Politikken er justeret i løbet af 2016, så den mere detaljeret beskriver baggrund, mål og prioriteringer. RI-politikken 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 antikorrupition. Ligeledes har RI-politikken til formål at sikre, at der ikke investeres i statsobligationer udstedt af skrøbelige lande, der er ramt af konflikter eller andre højrisikoforhold.

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 eller vores porteføljeadministrator/-rådgiver 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.

Vi baserer vores retningslinjer for investering i statsobligationer på Worldwide Governance Indicators (WGI). Eventuel eksklusion af investeringer i statsobligationer sker uden dialog.

Efter Danske Investes opfattelse er ansvarlighed en forudsætning for, at der kan skabes langsigtet værdi. Derfor er RI-politikken i overensstemmelse med Danske Investes mål om at forvalte investorernes investeringer, så de opnår tilfredsstillende afkast.

## Handlinger og vurderinger

I 2016 har vi i samarbejde med Danske Bank 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 lande og 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 i samarbejde med vores porteføljerådgivere og -forvaltere har med selskaberne. Dialog - eller aktivt ejerskab - fylder i dag mere i vores arbejde med ansvarlige investeringer end tidligere.

Danske Invest forventer, at vores porteføljerådgivere og -forvaltere 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 91 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/w/show\\_pages.content?p\\_nld=75&p\\_vPage=DIKDK\\_SRI\\_POLICY\\_2](http://www.danskeinvest.dk/w/show_pages.content?p_nld=75&p_vPage=DIKDK_SRI_POLICY_2)

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

Af den enkelte afdelings regnskab fremgår dens risikoklassifikation målt med risikoindikatoren fra dokumentet central investorinformation ultimo 2016. 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 risikoindikatoren er bestemt af udsvingene i afdelingens regnskabsmæssige indre værdi de seneste fem år og/eller repræsentative data. Store historiske udsving er lig høj risiko og en placering til højre på indikatoren (6-7). Små udsving er lig med en lavere risiko og en placering til venstre på risikoskalaen (1-2). Afdelingens placering på risikoindikatoren er ikke konstant, da placeringen kan ændre sig med tiden. På danskeinvest.dk kan du se alle afdelingernes aktuelle og senest opdaterede placering på risikoindikatoren under punktet "Risiko".

Risikoindikatoren 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 risikostyringselementer 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 vi 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. For sådanne afdelinger vil der i afdelingsberetningen fremgå en begrundelse for, at der ikke anvendes et 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 kreditvurdering (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 forbedre 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 systemer og data 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](http://danskeinvest.dk) under produktinformationen om den enkelte afdeling.

### Risikostyring

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

I aktieafdelingerne er der i instruksen som hovedregel fastsat en risikogrænse på tracking error, hvis der er fastlagt et benchmark. Aktivt styrede aktieafdelinger vil således have højere grænser for tracking error end de indeksbaserede. I obligationsafdelingerne er der typisk fastsat en risikoramme på varighed 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 og aktieudlån.

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. samt om operationelle risici knyttet til driften af foreningen. Der er indbygget væsentlige risikostyringselementer i afdelingernes porteføljerådgivnings- og forvaltningsaftaler samt i den løbende opfølgning på risikoindekatoren i dokumentet central investorinformation. Risikostyringen bygger på fælles principper og styringsværktøjer for alle afdelinger i foreningen.

## Risikofaktorer i de enkelte afdelinger

Alt efter den enkelte afdelings/andelsklasses investeringsområde skal investorer i relation til investering være særligt opmærksom på de risikofaktorer for de enkelte afdelinger/andelsklasser, som angives nedenfor. Det skal bemærkes, at nedenstående omtale af risikofaktorer ikke

er udtømmende, idet andre faktorer ligeledes kan have indflydelse på fastsættelsen af investeringernes værdi, og forskellige dele af investeringsmarkedet kan reagere forskelligt på disse forhold.

Afdeling/andelsklasse	Enkeltlandsrisiko	Eventrisiko	Kreditrisiko	Modpartsrisiko	Obligationsmarkedsrisiko	Renterisiko	Risiko for manglende betaling	Risiko ved investeringsstilen	Risiko vedr. eksponering mod udlandet	Risiko vedr. fremskaffelse af risikovillig kapital	Risiko vedr. investeringsområdet	Risiko vedr. nye markeder/emerging markets	Risiko vedr. selskabspecifikke forhold	Risiko vedr. udsving på aktiemarkedet	Valutarisiko
<b>Afdeling Afrika - Akkumulerende KL</b>															
Afrika - Akkumulerende, klasse DKK				x					x		x	x	x	x	x
Afrika, klass SEK				x					x		x	x	x	x	x
Afrika, klasse NOK				x					x		x	x	x	x	x
Afrikka, osuuslaji EUR				x					x		x	x	x	x	x
Bioteknologi KL	x			x					x	x		x	x	x	x
<b>Bond Income - Akkumulerende KL</b>															
Income Obligationer - Akkumulerende, klasse DKK h		x	x	x	x	x						x	x		x
Income Obligationer - Akkumulerende, klasse EUR h		x	x	x	x	x						x	x		x
Danmark - Akkumulerende KL	x			x									x	x	
Danmark Fokus KL	x			x									x	x	
Danmark Indeks KL	x			x									x	x	
Danmark Indeks Small Cap KL	x			x				x					x	x	
Danmark KL	x			x									x	x	
Dannebrog Mellemlange Obligationer KL	x		x	x	x	x							x		x
Danske Indeksobligationer KL	x		x	x	x	x							x		x
Danske Korte Obligationer KL	x		x	x	x	x							x		x
Danske Lange Obligationer KL	x		x	x	x	x							x		x
<b>Euro High Yield-Obligationer - Akkumulerende KL</b>															
Euro High Yield-Obligationer - Akkumulerende, klasse DKK h		x	x	x	x	x	x						x		x
Euro High Yield Obligasjon, klasse NOK h		x	x	x	x	x	x						x		x
Euro High Yield-obligationer, klass SEK h		x	x	x	x	x	x						x		x
Euro High Yield-Obligationer KL		x	x	x	x	x	x						x		x
Euro Investment Grade-Obligationer KL		x	x	x	x	x	x						x		x
<b>Europa - Akkumulerende KL</b>															

Afdeling/andelsklasse	Enkeltlandsrisiko	Eventrisiko	Kreditrisiko	Modpartsrisiko	Obligationsmarkedsrisiko	Renterisiko	Risiko for manglende betaling	Risiko ved investeringsstilen	Risiko ved: eksponering mod udlandet	Risiko ved: fremskaffelse af risikovillig kapital	Risiko ved: investeringsområdet	Risiko ved: nye markeder/emerging markets	Risiko ved: selskabsspecifikke forhold	Risiko ved: udsving på aktiemarkedet	Valutarisiko
Europa - Akkumulerende, klasse DKK h				x					x			x	x	x	
Europa Fokus - Akkumulerende KL				x					x			x	x	x	
Europa Fokus KL				x					x			x	x	x	
<b>Europa Højt Udbytte - Akkumulerende KL</b>															
Europa Højt Udbytte - Akkumulerende, klasse DKK				x			x	x				x	x	x	
Europe High Dividend, klasse NOK				x			x	x				x	x	x	
Europa Højt Udbytte KL				x			x	x				x	x	x	
Europa Indeks BNP KL				x					x			x	x	x	
Europa Indeks KL				x					x			x	x	x	
Europa KL				x					x			x	x	x	
<b>Europa Small Cap - Akkumulerende KL</b>															
Europa Small Cap - Akkumulerende, klasse DKK				x			x	x				x	x	x	
Europe Small Cap, klasse NOK				x			x	x				x	x	x	
Europa Small Cap KL				x			x	x				x	x	x	
Europæiske Obligationer KL		x	x	x	x	x							x		x
Fjernøsten Indeks KL				x					x			x	x	x	x
Fjernøsten KL				x					x			x	x	x	x
Fonde KL	x	x	x	x	x	x							x		
Global Højt Udbytte KL				x					x	x			x	x	x
<b>Global Indeks - Akkumulerende KL</b>															
Global Indeks - Akkumulerende, klasse DKK h				x					x				x	x	x
Global Indeks KL				x					x				x	x	x
Global Indeks 2 KL				x					x				x	x	x
Global Plus KL				x					x			x	x	x	x
<b>Global StockPicking - Akkumulerende KL</b>															
Global StockPicking - Akkumulerende, klasse DKK				x					x			x	x	x	x
Global StockPicking, klasse NOK				x					x			x	x	x	x
Global StockPicking, osuuslaji EUR				x					x			x	x	x	x
Global StockPicking KL				x					x			x	x	x	x
Global StockPicking 2 KL				x					x			x	x	x	x
<b>Globale High Yield- obligationer - Akkumulerende KL</b>															
Global High Yield Bonds - Accumulating, class EUR h		x	x	x	x	x	x						x		x
Global High Yield Bonds, osuuslaji EUR W h		x	x	x	x	x	x						x		x
Global High Yield Obligasjon, klasse, NOK h		x	x	x	x	x	x						x		x
Global High Yield-obligationer, klass SEK h		x	x	x	x	x	x						x		x

Afdeling/andelsklasse	Enkeltlandsrisiko	Eventrisiko	Kreditrisiko	Modpartsrisiko	Obligationsmarkedsrisiko	Renterisiko	Risiko for manglende betaling	Risiko ved investeringsstilen	Risiko ved: eksponering mod udlandet	Risiko ved: fremskaffelse af risikovillig kapital	Risiko ved: investeringsområdet	Risiko ved: nye markeder/emerging markets	Risiko ved: selskabsspecifikke forhold	Risiko ved: udsving på aktiemarkedet	Valutarisiko
<b>Globale High Yield-Obligationer KL</b>		x	x	x	x	x	x						x		x
<b>Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende KL</b>															
Global Realrente Obligasjon, klasse NOK h			x	x	x	x									x
Globala Realräntor, klass SEK h			x	x	x	x									x
Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende, klasse DKK h			x	x	x	x									x
Reaalikorko Maa ilma, osuuslaji EUR h			x	x	x	x									x
<b>Globale Lange Indeksobligationer KL</b>			x	x	x	x									x
<b>Globale Mellemlange Indeksobligationer KL</b>			x	x	x	x									x
<b>Globale Virksomhedsobligationer KL</b>		x	x	x	x	x							x		x
<b>Horisont 20 – Akkumulerende KL</b>															
Horisont 20, klasse NOK		x	x	x	x	x	x		x			x	x	x	x
Horisont 20, klasse NOK I		x	x	x	x	x	x		x			x	x	x	x
<b>Horisont 35 – Akkumulerende KL</b>															
Horisont 35, klasse NOK		x	x	x	x	x	x		x			x	x	x	x
Horisont 35, klasse NOK I		x	x	x	x	x	x		x			x	x	x	x
<b>Horisont 50 – Akkumulerende KL</b>															
Horisont 50, klasse NOK		x	x	x	x	x	x		x			x	x	x	x
Horisont 50, klasse NOK I		x	x	x	x	x	x		x			x	x	x	x
<b>Horisont 65 – Akkumulerende KL</b>															
Horisont 65, klasse NOK		x	x	x	x	x	x		x			x		x	x
Horisont 65, klasse NOK I		x	x	x	x	x	x		x			x		x	x
<b>Horisont 80 – Akkumulerende KL</b>															
Horisont 80, klasse NOK		x	x	x	x	x	x		x			x	x	x	x
Horisont 80, klasse NOK I		x	x	x	x	x	x		x			x	x	x	x
<b>Horisont 100 – Akkumulerende KL</b>															
Horisont 100, klasse NOK				x					x			x	x	x	x
Horisont 100, klasse NOK I				x					x			x	x	x	x
<b>Horisont Pension 2020 – Akkumulerende KL</b>															
Horisont Pension 2020 – klass SEK		x	x	x	x	x	x		x			x	x	x	x
<b>Horisont Pension 2030 – Akkumulerende KL</b>															
Horisont Pension 2030, klass SEK		x	x	x	x	x	x		x			x	x	x	x
<b>Horisont Pension 2040 – Akkumulerende KL</b>															
Horisont Pension 2040, klass SEK		x	x	x	x	x	x		x			x	x	x	x
<b>Horisont Rente Konservativ – Akkumulerende KL</b>															
Horisont Rente Konservativ, klasse NOK	x	x	x	x	x	x	x		x			x			x



Afdeling/andelsklasse	Enkeltlandsrisiko	Eventrisiko	Kreditrisiko	Modpartsrisiko	Obligationmarkedrisiko	Renterisiko	Risiko for manglende betaling	Risiko ved investeringsstilen	Risiko ved: eksponering mod udlandet	Risiko ved: fremskaffelse af risikovillig kapital	Risiko ved: investeringsområdet	Risiko ved: nye markeder/emerging markets	Risiko ved: selskabsspecifikke forhold	Risiko ved: udsving på aktiemarkedet	Valutarisiko
Horisont Rente Konservativ Institusjon, klasse NOK I	x	x	x	x	x	x	x	x	x		x				x
Horisont Rente Konservativ, klasse NOK W	x	x	x	x	x	x	x	x	x		x				x
<b>Horisont Rente Offensiv – Akkumulerende KL</b>															
Horisont Rente Offensiv, klasse NOK		x	x	x	x	x	x	x	x		x				x
Horisont Rente Offensiv Institusjon, klasse NOK I	x	x	x	x	x	x	x	x	x		x				x
<b>Horisont Rente Pluss – Akkumulerende KL</b>															
Horisont Rente Pluss, klasse NOK	x	x	x	x	x	x							x		x
Horisont Rente Pluss, klasse NOK I	x	x	x	x	x	x							x		x
Horisont Rente Pluss, klasse NOK W	x	x	x	x	x	x							x		x
<b>Japan KL</b>	x			x					x				x	x	x
<b>Kina KL</b>	x			x					x				x	x	x
<b>KlimaTrends KL</b>				x					x		x		x	x	x
<b>Latinamerika – Akkumulerende KL</b>															
Latinamerika, klasse NOK				x					x		x	x	x	x	x
Latinamerika, klass SEK				x					x		x	x	x	x	x
Latinamerika KL				x					x		x	x	x	x	x
<b>Mix – Akkumulerende KL</b>		x	x	x	x	x	x	x	x		x	x	x	x	x
<b>Mix Defensiv – Akkumulerende KL</b>		x	x	x	x	x	x	x	x		x	x	x	x	x
<b>Mix Obligationer – Akkumulerende KL</b>		x	x	x	x	x					x	x			x
<b>Mix Obligationer KL</b>		x	x	x	x	x					x	x			
<b>Mix Offensiv – Akkumulerende KL</b>		x	x	x	x	x	x	x	x		x	x	x	x	x
<b>Mix Offensiv Plus – Akkumulerende KL</b>		x	x	x	x	x	x	x	x		x	x	x	x	x
<b>Norden Indeks KL</b>				x					x				x	x	x
<b>Norden KL</b>				x					x				x	x	x
<b>Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL</b>															
Nordisk Kredittobligasjon, klasse NOK h		x	x	x	x	x							x		x
Nordiska Företagsobligationer, klass SEK h		x	x	x	x	x							x		x
Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende, klasse DKK h		x	x	x	x	x							x		x
Pohjoisen Yrityslainat, osuuslaji EUR h		x	x	x	x	x							x		x
<b>Norske Korte Obligationer – Akkumulerende KL</b>															
Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK	x		x	x	x	x							x		
Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK I	x		x	x	x	x							x		
<b>Nye Markeder – Akkumulerende KL</b>															
Global Emerging Markets, klasse NOK				x					x			x	x	x	x
Global Emerging Markets, osuuslaji EUR				x					x			x	x	x	x

Afdeling/andelsklasse	Enkeltlandsrisiko	Eventrisiko	Kreditrisiko	Modpartsrisiko	Obligationsmarkedsrisiko	Renterisiko	Risiko for manglende betaling	Risiko ved investeringsstilen	Risiko ved: eksponering mod udlandet	Risiko ved: fremskaffelse af risikovillig kapital	Risiko ved: investeringsområdet	Risiko ved: nye markeder/emerging markets	Risiko ved: selskabsspecifikke forhold	Risiko ved: udsving på aktiemarkedet	Valutarisiko
Nye Markeder - Akkumulerende, klasse DKK				x					x			x	x	x	x
<b>Nye Markeder Indeksobligationer - Akkumulerende KL</b>															
Nye Markeder Indeksobligationer - Akkumulerende, klasse DKK	x	x	x	x	x	x						x			x
Nye Markeder Realrente Obligasjon, klasse NOK		x	x	x	x	x						x			x
Reaalikorko Kehittyvät Markkinat, osuuslaji EUR	x	x	x	x	x	x						x			x
Tillväxtmarknadsobligationer Real Ränta, klass SEK	x	x	x	x	x	x						x			x
<b>Nye Markeder Indeksobligationer KL</b>	x	x	x	x	x	x						x			x
<b>Nye Markeder KL</b>				x					x			x	x	x	x
<b>Nye Markeder Obligationer - Akkumulerende KL</b>															
Emerging Markets Debt Hard Currency - Accumulating, class EUR h	x	x	x	x	x	x						x	x		x
Emerging Markets Debt Hard Currency, osuuslaji EUR W h	x	x	x	x	x	x						x	x		x
Nye Markeder Obligasjon, klasse NOK h	x	x	x	x	x	x						x	x		x
Tillväxtmarknadsobligationer, klass SEK h	x	x	x	x	x	x						x	x		x
<b>Nye Markeder Obligationer KL</b>	x	x	x	x	x	x						x	x		x
<b>Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta - Akkumulerende KL</b>															
Kehittyvät Korkomarkkinat, paikallisvaluutta, osuuslaji EUR	x	x	x	x	x	x						x	x		x
Nye Markeder Obligasjon Lokal Valuta, klasse NOK	x	x	x	x	x	x						x	x		x
Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta - Akkumulerende, klasse DKK	x	x	x	x	x	x						x	x		x
Tillväxtmarknadsobligationer Lokal Valuta, klass SEK	x	x	x	x	x	x						x	x		x
<b>Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta KL</b>	x	x	x	x	x	x						x	x		x
<b>Nye Markeder Small Cap - Akkumulerende KL</b>															
Emerging Markets Small Cap, klasse NOK				x				x	x			x	x	x	x
Nye Markeder Small Cap - Akkumulerende, klasse DKK				x				x	x			x	x	x	x
<b>Nye Markeder Small Cap KL</b>				x				x	x			x	x	x	x
Teknologi KL				x					x	x			x	x	x
Tyskland KL	x			x					x				x	x	x
<b>Udenlandske Obligationer KL</b>	x	x	x	x	x	x						x	x		x
<b>USA - Akkumulerende KL</b>															
USA - Akkumulerende, klasse DKK h	x		x					x					x	x	x
USA, klass SEK	x		x					x					x	x	x
USA, klasse NOK	x		x					x					x	x	x
USA, klasse NOK W	x		x					x					x	x	x
<b>USA KL</b>	x		x					x					x	x	x
<b>Østeuropa ex Rusland KL</b>				x				x					x	x	x
<b>Østeuropa KL</b>				x				x					x	x	x

## Nedenfor forklares de enkelte risikofaktorer

Omtalen af risikofaktorerne er ikke udtømmende, idet andre faktorer ligeledes kan have indflydelse på fastsættelsen af investeringernes værdi. Desuden kan forskellige dele af investeringsmarkedet reagere forskelligt på disse forhold.

### Enkeltlanderisiko

Ved investering i værdipapirer i et enkelt land 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 udvikling i det enkelte lands valuta og rente, påvirke investeringernes værdi.

### Eventrisiko

I særlige situationer, som under den globale kreditkrise i efteråret 1998, efter terrorangrebene i New York i september 2001 og under finanskrisen i 2008 og 2009, kan markederne blive grebet af en slags kollektiv panik, hvorunder investorerens risikoaversion stiger drastisk. Man vil da se de normale udsvingsmønstre i de forskellige finansielle markeder bliver afløst af et billede præget af store kursstigninger på likvide, sikre statsobligationer og massive kursfald og kraftig 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.

### Kreditrisiko

Inden for forskellige obligationstyper – statsobligationer, realkreditobligationer, emerging markets-obligationer, virksomhedsobligationer, kreditobligationer osv. – er der en kreditrisiko relateret til, om obligationerne modsvarer reelle værdier, om udsteder får forringet sin kreditrating, og/eller hvorvidt udstederen vil være i stand til at honorere sine betalingsforpligtelser.

### Modpartsrisiko

Der kan være tilfælde, hvor afdelingens/andelsklassens depotbank ikke kan gennemføre eller afvikle handler i de underliggende værdipapirer som aftalt. Dette omfatter, men er ikke begrænset til, handler, hvor modparten ikke lever op til de aftalte handelsbetingelser, eller hvis modparten på anden vis forsømmer sine forpligtelser. Dette medfører risiko for tab på investeringerne.

Ved placering i indlån, afledte finansielle instrumenter og depotbeviser, som f.eks. ADRs og GDRs, aktieudlån m.v. kan der være risiko for, at modparten ikke overholder sine forpligtelser, hvorved værdien af de pågældende instrumenter vil blive påvirket i større eller mindre omfang.

### Obligationsmarkedsrisiko

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

### Renterisiko

Renteutviklingen varierer fra region til region og skal ses i sammenhæng med blandt andet inflationsniveauet. Renteniveauet spiller en stor rolle for, hvor attraktivt det er at investere i blandt andet obligationer, samtidig med at ændringer i renteniveauet kan give kursfald/-stigninger. Når renteniveauet stiger, kan det 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.

### Risiko for manglende betaling

Hovedparten af de obligationer, der investeres i, har en rating i kategorien "speculative grade" (lavere end BBB-/Baa3). Grundlæggende er obligationsinvesteringer i denne kategori forbundet med en reel risiko for, at udstederen ikke vil være i stand til at honorere sine betalingsforpligtelser. Der er en række faktorer, der har betydning for et lands evne til at betale sin gæld. Statsgæld forrentes og afdrages via statsbudgettet, så alt, hvad der påvirker statens budget, påvirker landets betalingsevne. Af de vigtigste faktorer kan nævnes skatteindtægterne, som bl.a. afhænger af den økonomiske vækst i landet, råvarepriserne og den økonomiske vækst hos landets samhandelspartnere.

### Risiko vedrørende investeringsstilen

Hvis afdelingen/andelsklassen følger en bestemt investeringsstil kan dette i perioder give et lavere afkast. Det kan eksempelvis være tilfældet hvis afdelingen/andelsklassen 1) har en stor andel af "små aktier" (small cap) i perioder hvor mange aktieinvestorer foretrækker "store aktier" (large cap) 2) har en stor andel af relativt stabile aktier (lav volatilitet) i perioder hvor aktiemarkedet generelt stiger kraftigt 3) har en stor andel af aktier med højt udbytte.

### Risiko vedrørende 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 hjemlige 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 eksponering mod valutaer, som kan have større eller mindre udsving i forhold til afdelingens/andelsklassens udstedelsesvaluta.

### Risiko vedrørende fremskaffelse af risikovillig kapital

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

Risiko vedrørende investeringsområdet: Hvis en afdeling/andelsklasse f.eks. har mange investeringer tilknyttet klimaområdet, kan afdelingens/andelsklassens 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/andelsklasse 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/andelsklassen. Der kan være tilfælde, hvor afdelingens/andelsklassens 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/andelsklassens 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/andelsklassens 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/andelsklasser end for foreningens øvrige afdelinger/andelsklasser. 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.

### Risiko vedrørende nye markeder/emerging markets

Begrebet "nye markeder" omfatter stort set alle lande i Latinamerika, Asien (ekskl. Japan, Hongkong og Singapore), Østeuropa og Afrika. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt aktie- og obligationsmarkeder, 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 udførsel af valuta 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.

### Risiko vedrørende selskabsspecifikke forhold

Værdien af et enkelt værdipapir 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 likviditetsmæs-

sige forhold vil kunne påvirke selskabernes indtjening. Da en afdeling/andelsklasse på investerings-tids-punktet kan investere op til 10 pct. i et enkelt selskab, kan værdien af afdelingen/andelsklassen variere kraftigt som følge af udsving i enkelte værdipapirer. Selskaber kan gå konkurs, hvorved investeringen vil være tabt.

#### **Risiko vedrørende udsving på aktiemarkedet**

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

#### **Valutarisiko**

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/andelsklasser, som investerer i danske aktier eller obligationer, har ingen direkte valutarisiko, mens afdelinger/andelsklasser, der investerer i europæiske aktier eller obligationer, har begrænset valutarisiko. Afdelinger/andelsklasser, som systematisk kurssikres, har en meget begrænset valutarisiko. En sådan kurssikring vil fremgå af beskrivelsen af afdelingens/andelsklassens 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.

# Omkostninger

Der er overordnet set tre typer af omkostninger ved at investere via en investeringsforening. Det drejer sig om den enkelte afdelings administrationsomkostninger, den enkelte afdelings handelsomkostninger og den enkelte investors egne handelsomkostninger.

Årlige omkostninger i procent, der forkortet hedder ÅOP-tallet, samler de to første omkostningstyper ved at spare op i forening i ét tal, som fremgår af nøgletalskemaet under hvert enkelt afdelingsregnskab. Hertil kommer investors egne handelsomkostninger.

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

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

## Administrationsomkostninger

### Lavest i de obligationsbaserede afdelinger

Administrationsomkostningerne er udgifterne, der er knyttet til den løbende drift som 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, som hører med til den normale drift af en investeringsforening.

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 2017 fremgår af skemaet på side 48-49, hvor vi desuden viser de maksimale vedtægtsbestemte omkostninger for hver afdeling.

Administrationsomkostningerne bliver dækket af alle, der ejer Danske Invest-beviser. F.eks. betyder en omkostningssats på 1,49 pct. i afdelingen Europa KL, at en investor, som ejede beviser, der i løbet af 2016 havde en gennemsnitlig kursværdi på 100.000 kroner, dækkede 1.490 kroner af administrationen i afdelingen.

I "Foreningens væsentligste aftaler" under fælles noter bagest i årsrapporten beskriver vi aftaleforholdene pr. 31. december 2016.

## Handelsomkostninger

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

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

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

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

Handelsomkostningerne i forbindelse med den løbende porteføljepleje er trukket fra, når årets resultater er gjort op. Omkostninger ved handler afledt af emissioner og indløsninger dækkes af emissionstillæg/indløsningsfradrag. Handelsomkostningerne bliver dækket af de respektive afdelinger og dermed investorerne i den pågældende afdeling.

## Investors egne handelsomkostninger

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

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

Handelsfordeling		
Afdeling	Via Danske Banks handelsfunktioner	Via andres handelsfunktioner
Danske obligationer	49,3 pct.	50,7 pct.
Danske aktier	5,1 pct.	94,9 pct.
Udenlandske obligationer	4,4 pct.	95,6 pct.
Udenlandske aktier	1,3 pct.	98,7 pct.

*Skemaet viser – opgjort i procent – hvor Danske Invest Management A/S' hovedrådgiver Danske Capital, handlede de forvaltede foreningers aktier og obligationer i 2016.*

## Administrationsomkostningerne

Afdeling	Skøn 2016	Realiseret 2016	Skøn 2017	Maksimalt vedtægsmæssige omk.	Afdeling	Skøn 2016	Realiseret 2016	Skøn 2017	Maksimalt vedtægsmæssige omk.
Afrika - Akkumulerende KL					Global Plus KL	1,64	1,64	1,64	2,00
Afrika, klasse SEK	1,85	1,53	0,62	2,50	Global StockPicking KL	1,59	1,59	1,59	2,00
Afrika, klasse NOK	1,85	1,56	0,62	2,50	Global StockPicking 2 KL	1,59	1,59	1,59	2,00
Afrika - Akkumulerende, klasse DKK	1,85	1,51	0,62	2,50	Global Stockpicking - Akk. KL				
Afrika, osuuslaji EUR	1,85	1,56	0,62	2,50	Global StockPicking, Klasse NOK	1,69	1,69	1,69	2,00
Bioteknologi KL	1,12	1,12	1,12	2,00	Global StockPicking, osuuslaji EUR	1,69	1,69	1,69	2,00
Bond Income - Akkumulerende KL					Global StockPicking - Akk., klasse DKK	1,59	1,59	1,59	2,00
Income Obligationer - Akkumulerende, klasse DKK h	0,85	0,91	0,85	1,50	Globale High Yield-Obligationer KL	1,25	1,25	1,25	1,50
Income Obligationer - Akkumulerende, klasse EUR h	0,85	0,91	0,85	1,50	Globale High Yield-Obligationer - Akkumulerende KL				
Danmark KL	1,35	1,35	1,35	1,50	Global High Yield Bonds - Accumulating, class EUR h	1,19	1,19	1,19	1,50
Danmark - Akkumulerende KL	1,35	1,35	1,35	1,50	Global High Yield Bonds, osuuslaji EUR W h	1,19	1,19	1,19	1,50
Danmark Fokus KL	1,60	1,61	1,60	2,00	Global High Yield Obligasjon, klasse NOK h	1,24	1,24	1,24	1,50
Danmark Indeks KL	0,58	0,59	0,58	1,00	Globale High Yield-obligationer, klass SEK h	1,24	1,24	1,24	1,50
Danmark Indeks Small Cap	0,60	0,62	0,58	2,00	Globale Lange Indeksobligationer KL	0,74	0,74	0,74	2,00
Dannebrog Mellemlange Obligationer	0,59	0,59	0,59	1,00	Globale Lange Indeksobligationer - Akkumulerende KL				
Danske Indeksobligationer	0,56	0,56	0,56	1,00	Global Realrente Obligasjon, klasse NOK h	0,69	0,69	0,69	2,00
Danske Korte Obligationer	0,38	0,38	0,38	1,00	Globale Realräntor, klass SEK h	0,69	0,69	0,69	2,00
Danske Lange Obligationer	0,60	0,60	0,60	1,00	Globale Lange Indeksobligationer - Akk., klasse DKK h	0,74	0,74	0,74	2,00
Euro High Yield-Obligationer	1,15	1,15	1,15	1,50	Reaalikorko Maailma, osuuslaji EUR h	0,69	0,69	0,69	2,00
Euro High Yield-Obligationer - Akkumulerende KL					Globale Mellemlange Indeksobl. KL	0,74	0,74	0,74	2,00
Euro High Yield Obligasjon, klasse NOK h	1,14	1,14	1,14	1,50	Globale Virksomhedsobligationer KL	0,99	0,99	0,99	1,50
Euro High Yield-Obligationer, klass SEK h	1,14	1,14	1,14	1,50	Horisont 20 - Akkumulerende KL				
Euro High Yield-Obligationer - Akk., klasse DKK h	1,15	1,15	1,15	1,50	Horisont 20, klasse NOK	0,90	0,90	0,90	1,50
Euro Investment Grade-Obligationer KL	0,84	0,84	0,84	1,50	Horisont 20, klasse NOK I	0,70	0,70	0,70	1,50
Europa KL	1,50	1,49	1,49	2,00	Horisont 35 - Akkumulerende KL				
Europa - Akkumulerende					Horisont 35, klasse NOK	1,10	1,10	1,10	1,50
Europa - Akkumulerende, klasse DKK h	1,50	1,49	1,49	2,00	Horisont 35, klasse NOK I *		0,90	0,90	1,50
Europa Fokus KL	1,64	1,62	1,62	2,00	Horisont 50 - Akkumulerende KL				
Europa Fokus - Akkumulerende KL	1,63	1,63	1,63	2,00	Horisont 50, klasse NOK	1,25	1,25	1,25	1,50
Europa Højt Udbytte KL	1,65	1,60	1,60	2,00	Horisont 50, klasse NOK I	1,10	1,10	1,10	1,50
Europa Højt Udbytte - Akk. KL					Horisont 65 - Akkumulerende KL				
Europa Højt Udbytte - Akk. klasse DKK	1,64	1,60	1,60	2,00	Horisont 65, klasse NOK	1,40	1,40	1,40	2,00
Europe High Dividend, klasse NOK	1,74	1,69	1,69	2,00	Horisont 65, klasse NOK I *		1,25	1,25	2,00
Europa Indeks KL	0,63	0,62	0,62	1,00	Horisont 80 - Akkumulerende KL				
Europa Indeks BNP KL	0,65	0,62	0,62	1,00	Horisont 80, klasse NOK	1,55	1,55	1,55	2,00
Europa Small Cap KL	1,64	1,64	1,64	2,00	Horisont 80, klasse NOK I	1,45	1,45	1,45	2,00
Europa Small Cap - Akkumulerende KL					Horisont 100 - Akkumulerende KL				
Europa Small Cap - Akk., klasse DKK	1,64	1,64	1,64	2,00	Horisont 100, klasse NOK	1,80	1,80	1,80	2,50
Europe Small Cap, klasse NOK	1,69	1,69	1,69	2,00	Horisont 100, klasse NOK I	1,50	1,50	1,50	2,50
Europæiske Obligationer KL	0,81	0,81	0,81	1,50	Horisont Pension 2020 - Akk. KL				
Fjernøsten KL	1,71	1,71	1,71	2,00	Horisont Pension 2020, klass SEK	1,18	1,18	1,18	2,00
Fjernøsten Indeks KL	0,62	0,62	0,62	1,00	Horisont Pension 2030 - Akkumulerende KL				
Fonde KL	0,55	0,55	0,55	1,00	Horisont Pension 2030, klass SEK	1,38	1,38	1,38	2,00
Global Højt Udbytte KL	1,64	1,64	1,64	2,00	Horisont Pension 2040 - Akkumulerende KL				
Global Indeks KL	0,62	0,62	0,62	1,00					
Global Indeks 2 KL	0,62	0,62	0,62	1,00					
Global Indeks - Akkumulerende KL									
Global Indeks - Akk., klasse DKK h	0,62	0,62	0,62	1,00					



## Administrationsomkostningerne

Afdeling	Skøn 2016	Realiseret 2016	Skøn 2017	Maksimale vedtægtsmæssige omk.	Afdeling	Skøn 2016	Realiseret 2016	Skøn 2017	Maksimale vedtægtsmæssige omk.
Horisont Pension 2040, klass SEK	1,38	1,38	1,38	2,00	Nye Markeder Akkumulerende, klasse DKK	1,71	1,70	1,70	2,00
Horisont Rente Konservativ - Akkumulerende KL					Nye Markeder Indeksobligationer	1,19	1,19	1,19	2,00
Horisont Rente Konservativ, klasse NOK	0,50	0,50	0,50	1,00	Nye Markeder Indeksobligationer - Akkumulerende KL				
Horisont Rente Konservativ, klasse NOK W *		0,27	0,27	1,00	Nye Markeder Indeksobligationer - Akkumulerende, klasse DKK	1,19	1,19	1,19	2,00
Horisont Rente Konservativ Institusjon, klasse NOK I	0,35	0,35	0,35	1,00	Nye Markeder Realrente Obligasjon, klasse NOK	1,24	1,24	1,24	2,00
Horisont Rente Offensiv - Akkumulerende KL					Reaalikorko Kehittyvät Markkinat, osuuslaji EUR	1,24	1,24	1,24	2,00
Horisont Rente Offensiv, klasse NOK *		0,60	0,60	1,00	Tillväxtmarknadsobligationer Real Ränta, klass SEK	1,24	1,24	1,24	2,00
Horisont Rente Offensiv Institusjon, klasse NOK I *		0,50	0,50	1,00	Nye Markeder Obligationer KL	1,14	1,14	1,14	1,50
Horisont Rente Plus - Akkumulerende KL					Nye Markeder Obligationer - Akkumulerende KL				
Horisont Rente Pluss, klasse NOK	0,74	0,74	0,74	1,00	Emerging Markets Debt Hard Currency, osuuslaji EUR W h	1,04	1,04	1,04	1,50
Horisont Rente Pluss, klasse NOK I	0,50	0,50	0,50	1,00	Emerging Markets Debt Hard Currency - Acc. class EUR h	1,04	1,04	1,04	1,50
Horisont Rente Pluss, klasse NOK W	0,53	0,41	0,37	1,00	Nye Markeder Obligasjon, klasse NOK h	1,09	1,09	1,09	1,50
Japan KL	1,54	1,54	1,54	2,00	Tillväxtmarknadsobligationer, klass SEK h	1,09	1,09	1,09	1,50
Kina KL	1,59	1,59	1,59	2,00	Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta	1,21	1,21	1,21	2,00
KlimaTrends KL	1,64	1,64	1,64	2,00	Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta - Akkumulerende KL				
Latinamerika	1,75	1,72	1,72	2,00	Kehittyvät Korkomarkkinat, paikallisvaluutta, osuuslaji EUR	1,24	1,24	1,24	1,50
Latinamerika - Akkumulerende KL					Nye Markeder Obl. Lokal Valuta - Akk, klasse DKK	1,21	1,21	1,21	1,50
Latinamerika, klass SEK	1,72	1,69	1,69	2,00	Nye Markeder Obligasjon Lokal Valuta, klasse NOK	1,24	1,24	1,24	1,50
Latinamerika, klasse NOK	1,72	1,69	1,69	2,00	Tillväxtmarknadsobligationer Lokal Valuta, klass SEK	1,24	1,24	1,24	1,50
Mix - Akkumulerende KL	1,14	1,14	1,14	2,00	Nye Markeder Small Cap KL	1,76	1,75	1,74	2,00
Mix Defensiv - Akkumulerende	1,05	1,05	1,05	2,00	Nye Markeder Small Cap - Akk. KL				
Mix Obligationer KL	0,80	0,80	0,80	1,50	Emerging Markets Small Cap, klasse NOK	1,93	1,92	1,92	2,50
Mix Obligationer - Akk. KL	0,80	0,80	0,80	2,00	Nye Markeder Small Cap - Akk., klasse DKK	1,74	1,74	1,74	2,50
Mix Offensiv - Akkumulerende KL	1,29	1,29	1,29	2,00	Teknologi KL	1,64	1,64	1,64	2,00
Mix Offensiv Plus - Akk. KL	1,38	1,38	1,38	2,00	Tyskland KL	1,69	1,69	1,69	2,00
Norden KL	1,61	1,60	1,59	2,00	Udenlandske Obligationsmarkeder KL	1,04	1,04	1,04	1,50
Norden Indeks KL	0,63	0,62	0,62	1,00	USA KL	1,45	1,45	1,45	2,00
Nordiske Virksomhedsobligationer - Akkumulerende KL					USA - Akkumulerende KL				
Nordisk Kredittobligasjon, klasse NOK h	0,89	0,89	0,89	1,50	USA, klass SEK	1,49	1,49	1,49	2,00
Nordiska Företagsobligationer, klass SEK h	0,89	0,89	0,89	1,50	USA, klasse NOK	1,49	1,49	1,49	2,00
Nordiske Virksomhedsobligationer - Akk., klasse DKK h	0,98	0,98	0,98	1,50	USA, klasse NOK W *		0,74	0,74	2,00
Pohjoisen Yrityslainat, osuuslaji EUR h	0,89	0,89	0,89	1,50	USA - Akkumulerende, klasse DKK h	1,45	1,45	1,45	2,00
Norske Korte Obligationer - Akkumulerende KL					Østeuropa	1,77	1,76	1,76	2,00
Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK	0,43	0,43	0,43	1,00	Østeuropa ex Rusland	1,69	1,69	1,69	2,00
Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK I	0,15	0,15	0,15	1,00					
Nye Markeder KL	1,71	1,70	1,70	2,00					
Nye Markeder - Akkumulerende KL									
Global Emerging Markets, klasse NOK	1,94	1,93	1,93	2,00					
Global Emerging Markets, Osuuslaji EUR	1,94	1,93	1,93	2,00					

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

\* Stiftet i 2016. Omkostningerne for 2016 er omregnet til helår.

Skønnet for 2017 er baseret på satser pr. 1. januar 2017 og skal derfor tages med forbehold. Flere faktorer kan betyde, at den endelige omkostningsprocent for 2017 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](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 2016 udgjorde 827.448 kroner mod 1.023.859 kroner i 2015. Bestyrelsen er ikke omfattet af optionsordninger eller lignende. Honoraret for et menigt bestyrelsesmedlem udgjorde 94.101 kroner mod 107.775 i 2015, næstformandsposten blev honoreret med 141.152 mod 161.662 kroner i 2015, og formandsposten blev honoreret med 283.303 kroner mod 323.324 kroner i 2015.

Det samlede bestyrelseshonorar er 196.411 kroner lavere end i 2015.

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

### Formand

**Agnete Raaschou-Nielsen**

Direktør, lic.polit.

Født 1957, indvalgt i bestyrelsen 2003

#### Bestyrelsesformand for:

Arkil Holding A/S

Brdr. Hartmann A/S

#### Bestyrelsesnæstformand for:

Dalhoff Larsen & Horneman A/S

Novozymes A/S

Solar A/S

#### Medlem af bestyrelsen for:

Aktieselskabet SCHOUW & CO.

Danske Invest Management 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.

### Næstformand

**Bo Holse**

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

Gorrissen Federspiel

Advokatpartnerselskab

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

Danske Invest Management A/S

DCH International A/S

#### Særlige kompetencer

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

### Lars Fournais

Direktør, cand.merc.

Født 1953, indvalgt i bestyrelsen 2004

#### Bestyrelsesformand for:

Aarhus Elite A/S

LAKexperten Plus ApS

Apromas ApS

#### Bestyrelsesformand for:

WindowMaster A/S

#### Medlem af bestyrelsen for:

Aarhus Havn

JBH Gruppen A/S

OK A.m.b.a

Marselisborg Gymnasium

Stibo Holding A/S

samt et datterselskab

#### Særlige kompetencer

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

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

## Direktion

Pr. 1. januar 2017  
Danske Invest Management A/S

### Birgitte Brinch Madsen

Direktør; cand.polit.  
Født 1963, indvalgt i bestyrelsen 2008

**Bestyrelsesformand for:**  
Hovedstadens Letbane I/S  
Intech International A/S

**Medlem af bestyrelsen for:**

DEIF A/S  
Metroselskabet I/S  
Nordsøfonden  
Orbicon A/S  
Energiteknologisk Udviklings- og Demon-  
strationsprogram (EUDP)  
Grønt Udviklings- og Demonstrations-  
program (GUDP)

**Særlige kompetencer**

Birgitte Brinch Madsen har erfaring fra dansk og internationalt direktionarbejde 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 dansk og internationalt bestyrelses- og direktionarbejde - herunder som mangeårig koncerndirektør. Han bidrager med viden inden for blandt andet økonomi og finans, strategiudvikling 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 i 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.

### Morten Rasten

Administrerende direktør; cand.polit.  
Født 1972

**Bestyrelsesformand for:**

Danske Capital AS, Norge  
Danske Capital AB, Sverige  
Danske Invest Fund Management Ltd.,  
Finland  
Danske Invest Management Company  
S.A., Luxembourg

**Medlem af bestyrelsen for:**

Danske Invest Allokering, Luxembourg  
Danske Invest SICAV, Luxembourg  
Danske Invest SICAV-SIF, Luxembourg  
Investeringsfondsbranchen (IFB)  
VFF - The Norwegian Fund Asset  
Management Association

# Ledespåtegning

Foreningens bestyrelse og direktion har dags dato behandlet og godkendt nærværende årsrapport for regnskabsåret, der sluttede 31. december 2016.

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.

Kgs. Lyngby, den 16. marts 2017

## *Direktion* *Danske Invest Management A/S*

**Morten Rasten**  
Administrerende direktør

## *Bestyrelse*

**Agnete Raaschou-Nielsen**  
Formand

**Bo Hølse**  
Næstformand

**Lars Fournais**

**Birgitte Brinch Madsen**

**Walther V. Paulsen**

**Jens Peter Toft**

# Den uafhængige revisors revisionspåtegning

## Til investorerne i Investeringsforeningen Danske Invest

### Konklusion

Vi har revideret årsregnskaberne for de enkelte afdelinger i Investeringsforeningen Danske Invest for regnskabsåret, der sluttede 31. december 2016, som omfatter de enkelte afdelingers resultatopgørelse, balance og noter samt fællesnoter, herunder anvendt regnskabspraksis. Årsregnskaberne udarbejdes efter lov om investeringsforeninger mv.

Det er vores opfattelse, at årsregnskaberne giver et retvisende billede af afdelingernes aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2016 samt af resultatet af afdelingernes aktiviteter for regnskabsåret, der sluttede 31. december 2016 i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv.

### Grundlag for konklusion

Vi har udført vores revision i overensstemmelse med internationale standarder om revision og de yderligere krav, der er gældende i Danmark. Vores ansvar ifølge disse standarder og krav er nærmere beskrevet i revisionspåtegningens afsnit "Revisors ansvar for revisionen af årsregnskaberne". Vi er uafhængige af foreningen i overensstemmelse med internationale etiske regler for revisorer (IESBA's Etiske regler) og de yderligere krav, der er gældende i Danmark, ligesom vi har opfyldt vores øvrige etiske forpligtelser i henhold til disse regler og krav. Det er vores opfattelse, at det opnåede revisionsbevis er tilstrækkeligt og egnet som grundlag for vores konklusion.

### Centrale forhold ved revisionen

Centrale forhold ved revisionen er de forhold, der efter vores faglige vurdering var mest betydelige ved vores revision af årsregnskaberne for regnskabsåret, der sluttede 31. december 2016. Disse forhold blev behandlet som led i vores revision af årsregnskaberne som helhed og udformningen af vores konklusion herom. Vi afgiver ikke nogen særskilt konklusion om disse forhold. For hvert af nedennævnte forhold er beskrivelsen af, hvordan forholdet blev behandlet ved vores revision, givet i denne sammenhæng.

Vi har opfyldt vores ansvar som beskrevet i afsnittet "Revisors ansvar for revisionen af årsregnskaberne", herunder i relation til nedennævnte centrale forhold

ved revisionen. Vores revision har omfattet udformning og udførelse af revisionshandlinger som reaktion på vores vurdering af risikoen for væsentlig fejlinformation i årsregnskaberne. Resultatet af vores revisionshandlinger, herunder de revisionshandlinger, vi har udført for at behandle nedennævnte forhold, danner grundlag for vores konklusion om årsregnskaberne som helhed.

### Værdiansættelse af finansielle instrumenter

Værdiansættelse af afdelingernes investeringer i obligationer, aktier, investeringsforeningsandele og afledte finansielle instrumenter (samlet benævnt "finansielle instrumenter") til dagsværdi udgør det væsentligste element i opgørelsen af afdelingernes afkast og formue.

Vi anser, at der i relation til værdiansættelsen af afdelingernes finansielle instrumenter generelt ikke er knyttet betydelige risici for væsentlig fejlinformation i årsregnskaberne, idet afdelingernes finansielle instrumenter hovedsageligt består af likvide noterede finansielle instrumenter, for hvilke der findes en noteret kurs på et aktivt marked, og kun i begrænset omfang af mindre likvide noterede og unoterede finansielle instrumenter, hvor dagsværdien fastlægges ved hjælp af anerkendte værdiansættelsesteknikker og ledelsesmæssige skøn.

Som følge af instrumenternes væsentlige betydning for afdelingernes samlede afkast og formue, vurderes værdiansættelsen af afdelingernes finansielle instrumenter at være det mest centrale forhold ved revisionen.

Vores revisionshandlinger rettet mod værdiansættelsen af finansielle instrumenter i de enkelte afdelinger har blandt andet omfattet:

- Test af registreringsystemer, forretningsgange og interne kontroller, herunder it- og systembaserede kontroller, som understøtter værdiansættelsen af finansielle instrumenter.
- Vurdering og stikprøvevis kontrol af afstemninger af finansielle instrumenter til oplysninger fra depotbanken samt stikprøvevis kontrol af instrumenternes værdiansættelse ved sammenholdelse med uafhængige priskilder.
- Vurdering og stikprøvevis kontrol af anvendte værdiansættelsesteknikker og ledelsesmæssige skøn ved fastsættelsen af dagsværdien af mindre likvide noterede og unoterede finansielle instrumenter.

Den procentvise fordeling af de enkelte afdelingers finansielle instrumenter på børsnoterede instrumenter, instrumenter noteret på et andet reguleret marked og øvrige finansielle instrumenter fremgår af note i de enkelte afdelingers årsregnskaber.

#### 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 mv. Ledelsen har endvidere ansvaret for den interne kontrol, som ledelsen anser for nødvendig for at udarbejde årsregnskaber for de enkelte afdelinger uden væsentlig fejlinformation, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl.

Ved udarbejdelsen af årsregnskaberne er ledelsen ansvarlig for at vurdere afdelingernes evne til at fortsætte driften; at oplyse om forhold vedrørende fortsat drift, hvor dette er relevant; samt at udarbejde årsregnskaberne på grundlag af regnskabsprincippet om fortsat drift, medmindre ledelsen enten har til hensigt at likvidere afdelingerne, indstille driften eller ikke har andet realistisk alternativ end at gøre dette.

#### Revisors ansvar for revisionen af årsregnskaberne

Vores mål er at opnå høj grad af sikkerhed for, om årsregnskaberne som helhed er uden væsentlig fejlinformation, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl, og at afgive en revisionspåtegning med en konklusion. Høj grad af sikkerhed er et højt niveau af sikkerhed, men er ikke en garanti for, at en revision, der udføres i overensstemmelse med internationale standarder om revision og de yderligere krav, der er gældende i Danmark, altid vil afdække væsentlig fejlinformation, når sådan findes. Fejlinformationer kan opstå som følge af besvigelser eller fejl og kan betragtes som væsentlige, hvis det med rimelighed kan forventes, at de enkeltvis eller samlet har indflydelse på de økonomiske beslutninger, som regnskabsbrugerne træffer på grundlag af årsregnskaberne.

Som led i en revision, der udføres i overensstemmelse med internationale standarder om revision og de yderligere krav, der er gældende i Danmark, foretager vi faglige vurderinger og opretholder professionel skepsis under revisionen. Herudover:

- Identificerer og vurderer vi risikoen for væsentlig fejlinformation i årsregnskaberne, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl, udformer og udfører revisionshandlinger som reaktion på disse risici samt opnår revisionsbevis, der er tilstrækkeligt og egnet til at danne grundlag for vores konklusion. Risikoen for ikke at opdage væsentlig fejlinformation forårsaget af besvigelser er højere end ved væsentlig fejlinformation forårsaget af fejl, idet besvigelser kan omfatte sammensværgelser, dokumentfalsk, bevidste udeladelser, vildledning eller tilsidesættelse af intern kontrol.
- Opnår vi forståelse af den interne kontrol med relevans for revisionen for at kunne udforme revisionshandlinger, der er passende efter omstændighederne, men ikke for at kunne udtrykke en konklusion om effektiviteten af afdelingernes interne kontrol.
- Tager vi stilling til, om den regnskabspraksis, som er anvendt af ledelsen, er passende, samt om de regnskabsmæssige skøn og tilknyttede oplysninger, som ledelsen har udarbejdet, er rimelige.
- Konkluderer vi, om ledelsens udarbejdelse af årsregnskaberne på grundlag af regnskabsprincippet om fortsat drift er passende, samt om der på grundlag af det opnåede revisionsbevis er væsentlig usikkerhed forbundet med begivenheder eller forhold, der kan skabe betydelig tvivl om afdelingernes evne til at fortsætte driften. Hvis vi konkluderer, at der er en væsentlig usikkerhed, skal vi i vores revisionspåtegning gøre opmærksom på oplysninger herom i årsregnskaberne for de enkelte afdelinger eller, hvis sådanne oplysninger ikke er tilstrækkelige, modificere vores konklusion. Vores konklusioner er baseret på det revisionsbevis, der er opnået frem til datoen for vores revisionspåtegning. Fremtidige begivenheder eller forhold kan dog medføre, at afdelingerne ikke længere kan fortsætte driften.
- Tager vi stilling til den samlede præsentation, struktur og indhold af årsregnskaberne, herunder noteoplysningerne, samt om årsregnskaberne afspejler de underliggende transaktioner og begivenheder på en sådan måde, at der gives et retvisende billede heraf.



Vi kommunikerer med den øverste ledelse om blandt andet det planlagte omfang og den tidsmæssige placering af revisionen samt betydelige revisionsmæssige observationer, herunder eventuelle betydelige mangler i intern kontrol, som vi identificerer under revisionen.

Vi afgiver også en udtalelse til den øverste ledelse om, at vi har opfyldt relevante etiske krav vedrørende uafhængighed, og oplyser den om alle relationer og andre forhold, der med rimelighed kan tænkes at påvirke vores uafhængighed og, hvor dette er relevant, tilhørende sikkerhedsforanstaltninger.

Med udgangspunkt i de forhold, der er kommunikeret til den øverste ledelse, fastslår vi, hvilke forhold der var mest betydelige ved revisionen af årsregnskaberne for den aktuelle periode og dermed er centrale forhold ved revisionen. Vi beskriver disse forhold i vores revisionspåtegning, medmindre lov eller øvrig regulering udelukker, at forholdet offentliggøres, eller i de yderst sjældne tilfælde, hvor vi fastslår, at forholdet ikke skal kommunikeres i vores revisionspåtegning, fordi de negative konsekvenser heraf med rimelighed ville kunne forventes at veje tungere end de fordele, den offentlige interesse har af sådan kommunikation.

#### **Udtalelse om ledelsesberetningerne**

Ledelsen er ansvarlig for foreningens ledelsesberetning og ledelsesberetningerne for de enkelte afdelinger, efterfølgende benævnt ledelsesberetningerne.

Vores konklusion om årsregnskaberne omfatter ikke ledelsesberetningerne, og vi udtrykker ingen form for konklusion med sikkerhed om ledelsesberetningerne.

I tilknytning til vores revision af årsregnskaberne er det vores ansvar at læse ledelsesberetningerne og i den forbindelse overveje, om ledelsesberetningerne er væsentligt inkonsistente med årsregnskaberne eller vores viden opnået ved revisionen eller på anden måde synes at indeholde væsentlig fejlinformation.

Vores ansvar er derudover at overveje, om ledelsesberetningerne indeholder krævede oplysninger i henhold til lov om investeringsforeninger m.v.

Baseret på det udførte arbejde er det vores opfattelse, at ledelsesberetningerne er i overensstemmelse med årsregnskaberne og er udarbejdet i overensstemmelse med krav i lov om investeringsforeninger m.v. Vi har ikke fundet væsentlig fejlinformation i ledelsesberetningerne.

København, den 16. marts 2017

**Ernst & Young, Godkendt Revisionspartnerselskab**  
CVR-nr. 30 70 02 28

Lars Rhod Søndergaard  
Statsaut. revisor

Ole Karstensen  
Statsaut. revisor





## *Afrika – Akkumulerende KL*

Investerer fortrinsvis i afrikanske aktier. Afdelingen er passivt styret. Afdelingen afdækker ikke valuta-risici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Afdelingen udbydes i fire andelsklasser:

- Afrika, klasse SEK
- Afrika, klasse NOK
- Afrika – Akkumulerende, klasse DKK
- Afrikka, osuuslaji EUR

Afdelingens ledelsesberetning og det samlede regnskab omfattende resultat af investeringer m.m., som foretages fælles for klasserne, samt resultat af klassernes egne valuta-afdækninger og omkostninger findes på de følgende sider:

Noter for de enkelte klasser findes også på de følgende sider:

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

## Afrika – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK		31.12.2016 1.000 DKK	31.12.2015 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	406	55	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	4	2	Indestående i depotselskab	10.624	11.200
3 Udbytter	5.776	9.098	<b>I alt likvide midler</b>	<b>10.624</b>	<b>11.200</b>
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>6.179</b>	<b>9.151</b>	<b>Obligationer:</b>		
4 <b>Kursgevinster og -tab:</b>			Not. obl. fra udl. udstedere	2.469	0
Obligationer	357	0	<b>I alt obligationer</b>	<b>2.469</b>	<b>0</b>
Kapitalandele	÷18.536	÷43.894	<b>Kapitalandele:</b>		
Valutakonti	÷3.449	890	Not. aktier fra udl. selskaber	78.084	187.200
Øvrige aktiver/passiver	÷62	48	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>78.084</b>	<b>187.200</b>
5 Handelsomkostninger	÷773	÷1.109	<b>Andre aktiver:</b>		
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>÷22.463</b>	<b>÷44.065</b>	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	14	0
<b>I alt indtægter</b>	<b>÷16.284</b>	<b>÷34.913</b>	Mellemvær. vedr. handelsafv.	325	0
6 Administrationsomkostninger	2.426	4.778	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>339</b>	<b>0</b>
<b>Resultat før skat</b>	<b>÷18.711</b>	<b>÷39.691</b>	<b>Aktiver i alt</b>	<b>91.515</b>	<b>198.400</b>
7 Skat	608	987	<b>Passiver</b>		
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>÷19.318</b>	<b>÷40.679</b>	8 Investorers formue	91.327	194.679
<b>Resultatdisponering</b>			<b>Anden gæld:</b>		
Overført til formuen	÷19.318	÷40.679	Skyldige omkostninger	83	18
<b>I alt disponeret</b>	<b>÷19.318</b>	<b>÷40.679</b>	Mellemvær. vedr. handelsafv.	106	3.704
			<b>I alt anden gæld</b>	<b>189</b>	<b>3.722</b>
			<b>Passiver i alt</b>	<b>91.515</b>	<b>198.400</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Nettoresultat (t.DKK)	34.956	÷21.986	12.799	÷40.679	÷19.318
Omsætningshastighed (antal gange)	0,20	0,42	0,27	0,20	0,52
Investorers formue (t.DKK)	253.932	330.665	314.542	194.679	91.327

## Afrika – Akkumulerende KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	99	55
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	308	0
I alt renteindtægter	406	55

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	4	2
I alt renteudgifter	4	2

Note 3: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	5.776	9.098
I alt udbytter	5.776	9.098

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	357	0
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	÷18.536	÷43.894
Valutakonti	÷3.449	890
Øvrige aktiver/passiver	÷62	48
Handelsomkostninger	÷773	÷1.109
I alt kursgevinster og -tab	÷22.463	÷44.065

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷1.093	÷1.443
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	321	333
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷773	÷1.109

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	75	0	0	0
Managementhonorar	2.066	0	4.279	0
Fast administrationshonorar	285	0	499	0
I alt opdelte adm.omk.	2.426	0	4.778	0
I alt adm.omkostninger		2.426		4.778

Note 7: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	608	987
I alt skat	608	987

Note 8: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerens formue primo		194.679		314.542
Emissioner i året		3.194		23.355
Indløsninger i året		÷87.778		÷103.345
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		550		806
Overførsel af periodens resultat		÷19.318		÷40.679
I alt investorerens formue		91.327		194.679

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	88,2	96,2
I alt finansielle instrumenter	88,2	96,2
Øvrige aktiver og passiver	11,8	3,8
I alt	100,0	100,0

## Afrika, klass SEK

### Andelsklasse under Afrika – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

#### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindekset – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

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

Pr. 1. september 2016 er andelsklassen overgået til en passiv investeringsstrategi uden at andelsklassen skal følge et indeks, hvilket betyder at der ikke foretages nye investeringer, og porteføljen holdes nogenlunde intakt. Andelsklassen har hidtil fulgt en aktiv investeringsstrategi.

Foreningsandelene er p.t. lukket for emissioner. Fra slutningen af maj til slutningen af november 2016 var afdelingen Afrika – Akkumulerende KL med tilhørende andelsklasser lukket for køb og salg samt handel pga. valutavekslingsproblemer i Nigeria og Egypten.

Performance havde desuden været utilfredsstillende, og derfor besluttede bestyrelsen for Investeringsforeningen Danske Invest at opsigte samarbejdet med den hidtidige porteføljeadministrator, Investec Asset Management i London og Cape Town. Strategien i afdelingen blev ændret fra en aktiv strategi med benchmark til en passiv strategi uden benchmark, hvor der var fokus på likviditet, risikospredning og lave omkostninger. Med den nye strategi ville afdelingen desuden udnytte muligheden for at investere i afrikanske obligationer. Opgaven som porteføljerådgiver blev placeret hos Danske Capital, en division af Danske Bank A/S.

Ændringerne medførte, at afdelingens løbende administrationsomkostninger blev reduceret fra 1,85 pct. p.a. til 0,62 pct. p.a. Ændringerne trådte i kraft den 1. september 2016. I forlængelse af omlægningerne blev afdelingens indløsningsfradrag reduceret til 0,95 pct. Det betød, at der for investorerne blev lidt lavere omkostninger forbundet med at sælge andelene i afdelingen end tidligere.

Bestyrelsen anså dog stadig ikke situationen for holdbar på sigt og indkaldte derfor til ekstraordinær generalforsamling med henblik på lukning af afdelingen og dermed nærværende andelsklasse. Dette blev vedtaget på den ekstraordinære generalforsamling den 6. februar 2017. Afviklingen forventes at være gennemført medio 2017.

#### Markedet

Det afrikanske marked var præget af valutariske forhold. Især udviklingen i Nigeria og Egypten bidrog negativt. I Nigeria valgte centralbanken at nedskrive valutaen med ca. 30 pct. i juni. Efterfølgende faldt den yderligere. Den egyptiske centralbank valgte i marts at lave en mindre devaluering.

#### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: November 2012
Risikoindeks (1-7): 6
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060485951
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

#### Landefordeling

Sydafrika	56,0%
Kenya	13,3%
Holland	4,8%
Marokko	3,4%
Storbritannien	3,1%
Øvrige inkl. likvide	19,4%

#### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	÷ 0,44
Standardafvigelse	12,81

## Afrika, klass SEK

### Andelsklasse under Afrika – Akkumulerende KL

Det viste sig ikke at være nok. Så i november lod centralbanken valutaen flyde frit. Det medførte et så kraftigt fald i det egyptiske pund at den blev mere end halveret over året. Både aktiemarkederne i Nigeria og Egypten reagerede positivt på devalueringerne, men slet ikke nok til at modsvare tabet på valutaerne. Det sydafrikanske aktiemarked var ikke specielt påvirket af uroen i andre dele af Afrika. Her var fokus mere på forbedringer i økonomien og stabiliseringen af råvarepriserne. Det betød tocifrede afkast og gjorde markedet til et af de bedste i regionen.

#### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et negativt afkast på 3,75 pct. målt i SEK. Andelsklassen har ikke haft et benchmark i de sidste fire måneder af året, men vi vurderer markedsafkastet til at have været omkring +9 pct. målt i SEK. Afkastet var således ikke tilfredsstillende i forhold til markedet og konkurrenter, og har ikke indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast specielt på grund af den valutariske udvikling i Egypten og Nigeria.

#### Vurdering af resultatet

Andelsklassens negative resultat var i høj grad påvirket af situationen i Egypten og Nigeria. Med en samlet vægt på over 40 pct. i disse lande før devalueringerne kan andelsklassens negative resultat henføres til disse to landes valutaer. På den positive side kan nævnes vores investeringer i Marokko, Kenya og Sydafrika. De store teleselskaber Maroc Telecom og Safaricom førte an i hhv. Marokko og Kenya med pæne tocifrede stigninger. I Sydafrika var råvareaktier i fokus. Vores investeringer i denne sektor var meget begrænsede over året. Til gengæld havde vi investeret i banken FirstRand, der også steg kraftigt.

#### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Aktier i det afrikanske marked kan komme under pres som følge af en styrket dollar samt udsigten til protektionistiske tiltag fra den amerikanske præsident, Donald Trump. De afri-

kanske lande står måske ikke i første række, blandt dem der vil blive ramt, men det kan være med til at lægge en dæmper på investeringslysten generelt i emerging markets.

Råvarepriser har en vis betydning i Afrika. En stigning i olieprisen vil f.eks. hjælpe Nigeria, mens stigning i prisen på andre råvarer kan hjælpe investeringer i Sydafrika. Omvendt vil en svækkelse af råvarepriserne kunne lægge en dæmper på markederne.

I Nigeria ser det ud til, at centralbanken igen må devaluere. Vi har solgt alle aktier, men har en valutaposition tilbage.

Porteføljen er koncentreret på forholdsvis få aktier. Da den samtidig er passiv, vil udviklingen i netop disse aktier være bestemmende for udviklingen.

#### Forventninger til markedet samt strategi

De afrikanske markeder forventes at følge den generelle udvikling i emerging markets. Også de afrikanske markeder kan komme under fornyet pres efter Donald Trumps valgsejrer, som har styrket dollaren og skabt usikkerhed om potentielle protektionistiske tiltag. Vi forventer, at råvarepriserne holder niveauet, og der i højere grad føres en økonomisk politik, med fokus på både interne og eksterne balancer. Det vil være med til at støtte markedet.

Andelsklassen er overgået til en passiv investeringsstrategi, uden at andelsklassen skal følge et indeks, hvilket betyder, at der ikke foretages nye investeringer, og porteføljen holdes nogenlunde intakt.

Andelsklassen følger en passiv investeringsstrategi. Frem til udviklingen medio 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast, der er lidt lavere end markedsafkastet som følge af omkostninger. Men skal dog være opmærksom på, at den passive portefølje ikke er konstrueret til at følge markedet.



## Afrika, klass SEK

Andelsklasse under Afrika – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast i SEK (pct.)*	1,47	÷3,25	10,93	÷20,50	÷3,75
Sharpe Ratio i SEK	-	-	-	÷0,51	÷0,44
Indre værdi (DKK pr. andel)	101,47	98,17	108,90	86,58	83,33
Nettoresultat (t.DKK)*	441	÷1.383	718	÷5.936	÷3.030
Administrationsomkostninger (pct.)	1,89	1,88	1,86	1,85	1,53
Investorers formue (t.DKK)	20.989	24.907	33.556	26.638	9.096
Antal andele	237.779	300.962	391.969	377.590	140.663
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

\* 2012 dækker en periode på mindre end 12 måneder

KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷2.667	÷5.320
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	363	616
<b>Klassens resultat</b>	<b>÷3.030</b>	<b>÷5.936</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorers formue primo	26.638	33.556
Emissioner i året	1.880	9.227
Indløsninger i året	÷16.503	÷10.333
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	110	125
Overførsel af periodens resultat	÷3.030	÷5.936
<b>Investorers formue ultimo</b>	<b>9.096</b>	<b>26.638</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	377.590	391.969
Emissioner i året	28.650	105.470
Indløsninger i året	÷265.577	÷119.850
<b>Andele ultimo året</b>	<b>140.663</b>	<b>377.590</b>

## Afrika, klasse NOK

### Andelsklasse under Afrika – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

#### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

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

Pr. 1. september 2016 er andelsklassen overgået til en passiv investeringsstrategi uden at andelsklassen skal følge et indeks, hvilket betyder at der ikke foretages nye investeringer, og porteføljen holdes nogenlunde intakt. Andelsklassen har hidtil fulgt en aktiv investeringsstrategi.

Foreningsandelene er p.t. lukket for emissioner. Fra slutningen af maj til slutningen af november 2016 var afdelingen Afrika

– Akkumulerende KL med tilhørende andelsklasser lukket for køb og salg samt handel pga. valutavekslingsproblemer i Nigeria og Egypten.

Performance havde desuden været utilfredsstillende, og derfor besluttede bestyrelsen for Investeringsforeningen Danske Invest at opsige samarbejdet med den hidtidige porteføljeadministrator, Investec Asset Management i London og Cape Town. Strategien i afdelingen blev ændret fra en aktiv strategi med benchmark til en passiv strategi uden benchmark, hvor der var fokus på likviditet, risikospredning og lave omkostninger. Med den nye strategi ville afdelingen desuden udnytte muligheden for at investere i afrikanske obligationer. Opgaven som porteføljerådgiver blev placeret hos Danske Capital, en division af Danske Bank A/S.

Ændringerne medførte, at afdelingens løbende administrationsomkostninger blev reduceret fra 1,85 pct. p.a. til 0,62 pct. p.a. Ændringerne trådte i kraft den 1. september 2016. I forlængelse af omlægningerne blev afdelingens indlæsningsfradrag reduceret til 0,95 pct. Det betød, at der for investorerne blev lidt lavere omkostninger forbundet med at sælge andelene i afdelingen end tidligere.

Bestyrelsen anså dog stadig ikke situationen for holdbar på sigt og indkaldte derfor til ekstraordinær generalforsamling med henblik på lukning af afdelingen og dermed nærværende andelsklasse. Dette blev vedtaget på den ekstraordinære generalforsamling den 6. februar 2017. Afviklingen forventes at være gennemført medio 2017.

#### Markedet

Det afrikanske marked var præget af valutariske forhold. Især udviklingen i Nigeria og Egypten bidrog negativt. I Nigeria valgte centralbanken at nedskrive valutaen med ca. 30 pct. i juni. Efterfølgende faldt den yderligere. Den egyptiske centralbank valgte i marts at lave en mindre devaluering. Det viste sig ikke at være nok. Så i november lod centralbanken valutaen flyde frit. Det medførte et så kraftigt fald i det egyptiske pund at den blev mere end halveret over året. Både aktiemarkederne i Nigeria og Egypten reagerede positivt på

#### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Oktober 2013

Risikoindikator (1-7): 6

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060516938

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

#### Landefordeling

Sydafrika	56,0%
Kenya	13,3%
Holland	4,8%
Marokko	3,4%
Storbritannien	3,1%
Øvrige inkl. likvide	19,4%

#### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	+0,53
Standardafvigelse	12,65

## Afrika, klasse NOK

### Andelsklasse under Afrika – Akkumulerende KL

devalueringerne, men slet ikke nok til at modsvare tabet på valutaerne. Det sydafrikanske aktiemarked var ikke specielt påvirket af uroen i andre dele af Afrika. Her var fokus mere på forbedringer i økonomien og stabiliseringen af råvarepriserne. Det betød tocifrede afkast og gjorde markedet til et af de bedste i regionen.

#### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et negativt afkast på 13,07 pct. målt i NOK. Andelsklassen har ikke haft et benchmark i de sidste fire måneder af året, men vi vurderer markedsafkastet til at have været omkring minus 1 pct. målt i NOK. Afkastet var således ikke tilfredsstillende i forhold til markedet og konkurrenter, og har ikke indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast specielt på grund af den valutariske udvikling i Egypten og Nigeria.

#### Vurdering af resultatet

Andelsklassens negative resultat var i høj grad påvirket af situationen i Egypten og Nigeria. Med en samlet vægt på over 40 pct. i disse lande før devalueringerne kan andelsklassens negative resultat henføres til disse to landes valutaer. På den positive side kan nævnes vores investeringer i Marokko, Kenya og Sydafrika. De store teleselskaber Maroc Telecom og Safaricom førte an i hhv. Marokko og Kenya med pæne tocifrede stigninger. I Sydafrika var råvareaktier i fokus. Vores investeringer i denne sektor var meget begrænsede over året. Til gengæld havde vi investeret i banken FirstRand, der også steg kraftigt.

#### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Aktier i det afrikanske marked kan komme under pres som følge af en styrket dollar samt udsigten til protektionistiske tiltag fra den amerikanske præsident, Donald Trump. De afrikanske lande står måske ikke i første række, blandt dem der vil blive ramt, men det kan være med til at lægge en dæmper på investeringslysten generelt i emerging markets.

Råvarepriser har en vis betydning i Afrika. En stigning i olieprisen vil f.eks. hjælpe Nigeria, mens stigning i prisen på andre råvarer kan hjælpe investeringer i Sydafrika. Omvendt

vil en svækkelse af råvarepriserne kunne lægge en dæmper på markederne.

I Nigeria ser det ud til, at centralbanken igen må devaluere. Vi har solgt alle aktier, men har en valutaposition tilbage.

Porteføljen er koncentreret på forholdsvis få aktier. Da den samtidig er passiv, vil udviklingen i netop disse aktier være bestemmende for udviklingen.

#### Forventninger til markedet samt strategi

De afrikanske markeder forventes af følge den generelle udvikling i emerging markets. Også de afrikanske markeder kan komme under fornyet pres efter Donald Trumps valgsej, som har styrket dollaren og skabt usikkerhed om potentielle protektionistiske tiltag. Vi forventer, at råvarepriserne holder niveauet, og der i højere grad føres en økonomisk politik, med fokus på både interne og eksterne balancer. Det vil være med til at støtte markedet.

Andelsklassen er overgået til en passiv investeringsstrategi, uden at andelsklassen skal følge et indeks, hvilket betyder, at der ikke foretages nye investeringer, og porteføljen holdes nogenlunde intakt.

Andelsklassen følger en passiv investeringsstrategi. Frem til afviklingen medio 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast, der er lidt lavere end markedsafkastet som følge af omkostninger. Men skal dog være opmærksom på, at den passive portefølje ikke er konstrueret til at følge markedet.

## Afrika, klasse NOK

Andelsklasse under Afrika – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	2013	2014	2015	2016
Afkast i NOK (pct.)*	-	1,52	12,65	÷12,60	÷13,07
Sharpe Ratio i NOK	-	-	-	-	÷0,53
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	101,52	114,36	99,95	86,89
Nettoresultat (t.DKK)*	-	÷108	623	÷3.712	÷1.883
Administrationsomkostninger (pct.)	-	1,86	1,86	1,86	1,56
Investorers formue (t.DKK)	-	15.026	18.538	16.388	2.055
Antal andele	-	165.852	197.498	211.248	28.880
Stykstørrelse i DKK	-	100	100	100	100

\* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

<b>KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK</b>	<b>1.1.-31.12.2016</b>	<b>1.1.-31.12.2015</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷1.671	÷3.348
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	212	364
<b>Klassens resultat</b>	<b>÷1.883</b>	<b>÷3.712</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorers formue primo	16.388	18.538
Emissioner i året	244	2.983
Indløsninger i året	÷12.772	÷1.450
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	78	28
Overførsel af periodens resultat	÷1.883	÷3.712
<b>Investorers formue ultimo</b>	<b>2.055</b>	<b>16.388</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	211.248	197.498
Emissioner i året	3.457	29.624
Indløsninger i året	÷185.825	÷15.874
<b>Andele ultimo året</b>	<b>28.880</b>	<b>211.248</b>

## Afrika – Akkumulerende, klasse DKK

Andelsklasse under Afrika – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindekset – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

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

Pr. 1. september 2016 er andelsklassen overgået til en passiv investeringsstrategi uden at andelsklassen skal følge et indeks, hvilket betyder at der ikke foretages nye investeringer, og porteføljen holdes nogenlunde intakt. Andelsklassen har hidtil fulgt en aktiv investeringsstrategi.

Foreningsandelene er p.t. lukket for emissioner. Fra slutningen af maj til slutningen af november 2016 var afdelingen Afrika

– Akkumulerende KL med tilhørende andelsklasser lukket for køb og salg samt handel pga. valutavekslingsproblemer i Nigeria og Egypten.

Performance havde desuden været utilfredsstillende, og derfor besluttede bestyrelsen for Investeringsforeningen Danske Invest at opsigte samarbejdet med den hidtidige porteføljeadministrator, Investec Asset Management i London og Cape Town. Strategien i afdelingen blev ændret fra en aktiv strategi med benchmark til en passiv strategi uden benchmark, hvor der var fokus på likviditet, risikospredning og lave omkostninger. Med den nye strategi ville afdelingen desuden udnytte muligheden for at investere i afrikanske obligationer. Opgaven som porteføljerådgiver blev placeret hos Danske Capital, en division af Danske Bank A/S.

Ændringerne medførte, at afdelingens løbende administrationsomkostninger blev reduceret fra 1,85 pct. p.a. til 0,62 pct. p.a. Ændringerne trådte i kraft den 1. september 2016. I forlængelse af omlægningerne blev afdelingens indløsningsfradrag reduceret til 0,95 pct. Det betød, at der for investorerne blev lidt lavere omkostninger forbundet med at sælge andelene i afdelingen end tidligere.

Bestyrelsen anså dog stadig ikke situationen for holdbar på sigt og indkaldte derfor til ekstraordinær generalforsamling med henblik på lukning af afdelingen og dermed nærværende andelsklasse. Dette blev vedtaget på den ekstraordinære generalforsamling den 6. februar 2017. Afviklingen forventes at være gennemført medio 2017.

### Markedet

Det afrikanske marked var præget af valutariske forhold. Især udviklingen i Nigeria og Egypten bidrog negativt. I Nigeria valgte centralbanken at nedskrive valutaen med ca. 30 pct. i juni. Efterfølgende faldt den yderligere. Den egyptiske centralbank valgte i marts at lave en mindre devaluering. Det viste sig ikke at være nok. Så i november lod centralbanken valutaen flyde frit. Det medførte et så kraftigt fald i det egyptiske pund at den blev mere end halveret over året. Både aktiemarkederne i Nigeria og Egypten reagerede positivt på

### Andelsklassens profil

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: December 2011
Risikoindeks (1-7): 6
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060356715
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Landefordeling

Sydafrika	56,0%
Kenya	13,3%
Holland	4,8%
Marokko	3,4%
Storbritannien	3,1%
Øvrige inkl. likvide	19,4%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	÷ 0,61
Standardafvigelse	13,10

## Afrika – Akkumulerende, klasse DKK

### Andelsklasse under Afrika – Akkumulerende KL

devalueringerne, men slet ikke nok til at modsvare tabet på valutaerne. Det sydafrikanske aktiemarked var ikke specielt påvirket af uroen i andre dele af Afrika. Her var fokus mere på forbedringer i økonomien og stabiliseringen af råvarepriserne. Det betød tocifrede afkast og gjorde markedet til et af de bedste i regionen.

#### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et negativt afkast på 8,33 pct. Andelsklassen har ikke haft et benchmark i de sidste fire måneder af året, men vi vurderer markedsafkastet til at have været omkring + 4 pct. Afkastet var således ikke tilfredsstillende i forhold til markedet og konkurrenter, og har ikke indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast specielt på grund af den valutariske udvikling i Egypten og Nigeria.

#### Vurdering af resultatet

Andelsklassens negative resultat var i høj grad påvirket af situationen i Egypten og Nigeria. Med en samlet vægt på over 40 pct. i disse lande før devalueringerne kan andelsklassens negative resultat henføres til disse to landes valutaer. På den positive side kan nævnes vores investeringer i Marokko, Kenya og Sydafrika. De store teleselskaber Maroc Telecom og Safaricom førte an i hhv. Marokko og Kenya med pæne tocifrede stigninger. I Sydafrika var råvareaktier i fokus. Vores investeringer i denne sektor var meget begrænsede over året. Til gengæld havde vi investeret i banken FirstRand, der også steg kraftigt.

#### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Aktier i det afrikanske marked kan komme under pres som følge af en styrket dollar samt udsigten til protektionistiske tiltag fra den amerikanske præsident, Donald Trump. De afrikanske lande står måske ikke i første række, blandt dem der vil blive ramt, men det kan være med til at lægge en dæmper på investeringslysten generelt i emerging markets.

Råvarepriser har en vis betydning i Afrika. En stigning i olieprisen vil f.eks. hjælpe Nigeria, mens stigning i prisen på andre råvarer kan hjælpe investeringer i Sydafrika. Omvendt vil en svækkelse af råvarepriserne kunne lægge en dæmper på markederne.

I Nigeria ser det ud til, at centralbanken igen må devaluere. Vi har solgt alle aktier, men har en valutaposition tilbage. Porteføljen er koncentreret på forholdsvis få aktier. Da den samtidig er passiv, vil udviklingen i netop disse aktier være bestemmende for udviklingen.

#### Forventninger til markedet samt strategi

De afrikanske markeder forventes af følge den generelle udvikling i emerging markets. Også de afrikanske markeder kan komme under fornyet pres efter Donald Trumps valgsejr, som har styrket dollaren og skabt usikkerhed om potentielle protektionistiske tiltag. Vi forventer, at råvarepriserne holder niveauet, og der i højere grad føres en økonomisk politik, med fokus på både interne og eksterne balancer. Det vil være med til at støtte markedet.

Andelsklassen er overgået til en passiv investeringsstrategi, uden at andelsklassen skal følge et indeks, hvilket betyder, at der ikke foretages nye investeringer, og porteføljen holdes nogenlunde intakt.

Andelsklassen følger en passiv investeringsstrategi. Frem til afviklingen medio 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast, der er lidt lavere end markedsafkastet som følge af omkostninger. Men skal dog være opmærksom på, at den passive portefølje ikke er konstrueret til at følge markedet.

## Afrika – Akkumulerende, klasse DKK

Andelsklasse under Afrika – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	18,17	÷6,13	3,76	÷17,43	÷8,33
Sharpe Ratio	-	-	0,43	÷0,62	÷0,61
Indre værdi (DKK pr. andel)	120,67	113,27	117,53	97,05	88,97
Nettoresultat (t.DKK)	33.458	÷15.044	7.221	÷26.269	÷10.589
Administrationsomkostninger (pct.)	1,79	1,76	1,76	1,79	1,51
ÅOP	2,44	2,69	2,51	2,39	1,34
Investorerers formue (t.DKK)	207.564	220.266	179.599	116.660	74.157
Antal andele	1.720.050	1.944.600	1.528.130	1.202.076	833.526
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷9.189	÷23.417
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	1.400	2.853
<b>Klassens resultat</b>	<b>÷10.589</b>	<b>÷26.269</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorerers formue primo	116.660	179.599
Emissioner i året	536	0
Indløsninger i året	÷32.652	÷36.907
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	204	237
Overførsel af periodens resultat	÷10.589	÷26.269
<b>Investorerers formue ultimo</b>	<b>74.157</b>	<b>116.660</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	1.202.076	1.528.130
Emissioner i året	5.600	0
Indløsninger i året	÷374.150	÷326.054
<b>Andele ultimo året</b>	<b>833.526</b>	<b>1.202.076</b>

## Afrikka, osuuslaji EUR

Andelsklasse under Afrika – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

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

Pr. 1. september 2016 er andelsklassen overgået til en passiv investeringsstrategi uden at andelsklassen skal følge et indeks, hvilket betyder at der ikke foretages nye investeringer, og porteføljen holdes nogenlunde intakt. Andelsklassen har hidtil fulgt en aktiv investeringsstrategi.

Foreningsandelene er p.t. lukket for emissioner. Fra slutningen af maj til slutningen af november 2016 var afdelingen Afrika

– Akkumulerende KL med tilhørende andelsklasser lukket for køb og salg samt handel pga. valutavekslingsproblemer i Nigeria og Egypten.

Performance havde desuden været utilfredsstillende, og derfor besluttede bestyrelsen for Investeringsforeningen Danske Invest at opsige samarbejdet med den hidtidige porteføljeadministrator, Investec Asset Management i London og Cape Town. Strategien i afdelingen blev ændret fra en aktiv strategi med benchmark til en passiv strategi uden benchmark, hvor der var fokus på likviditet, risikospredning og lave omkostninger. Med den nye strategi ville afdelingen desuden udnytte muligheden for at investere i afrikanske obligationer. Opgaven som porteføljerådgiver blev placeret hos Danske Capital, en division af Danske Bank A/S.

Ændringerne medførte, at afdelingens løbende administrationsomkostninger blev reduceret fra 1,85 pct. p.a. til 0,62 pct. p.a. Ændringerne trådte i kraft den 1. september 2016. I forlængelse af omlægningerne blev afdelingens indlæsningsfradrag reduceret til 0,95 pct. Det betød, at der for investorerne blev lidt lavere omkostninger forbundet med at sælge andelene i afdelingen end tidligere.

Bestyrelsen anså dog stadig ikke situationen for holdbar på sigt og indkaldte derfor til ekstraordinær generalforsamling med henblik på lukning af afdelingen og dermed nærværende andelsklasse. Dette blev vedtaget på den ekstraordinære generalforsamling den 6. februar 2017. Afviklingen forventes at være gennemført medio 2017.

### Markedet

Det afrikanske marked var præget af valutariske forhold. Især udviklingen i Nigeria og Egypten bidrog negativt. I Nigeria valgte centralbanken at nedskrive valutaen med ca. 30 pct. i juni. Efterfølgende faldt den yderligere. Den egyptiske centralbank valgte i marts at lave en mindre devaluering. Det viste sig ikke at være nok. Så i november lod centralbanken valutaen flyde frit. Det medførte et så kraftigt fald i det egyptiske pund at den blev mere end halveret over året. Både aktiemarkederne i Nigeria og Egypten reagerede positivt på

### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: November 2012

Risikoindikator (1-7): 6

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060485365

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Landefordeling

Sydafrika	56,0%
Kenya	13,3%
Holland	4,8%
Marokko	3,4%
Storbritannien	3,1%
Øvrige inkl. likvide	19,4%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	+0,60
Standardafvigelse	13,09



## Afrika, osuuslaji EUR

Andelsklasse under Afrika – Akkumulerende KL

devalueringerne, men slet ikke nok til at modsvare tabet på valutaerne. Det sydafrikanske aktiemarked var ikke specielt påvirket af uroen i andre dele af Afrika. Her var fokus mere på forbedringer i økonomien og stabiliseringen af råvarepriserne. Det betød tocifrede afkast og gjorde markedet til et af de bedste i regionen.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et negativt afkast på 8,05 pct. målt i EUR. Andelsklassen har ikke haft et benchmark i de sidste fire måneder af året, men vi vurderer markedsafkastet til at have været omkring + 4 pct. målt i EUR. Afkastet var således ikke tilfredsstillende i forhold til markedet og konkurrenter, og har ikke indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast specielt på grund af den valutariske udvikling i Egypten og Nigeria.

### Vurdering af resultatet

Andelsklassens negative resultat var i høj grad påvirket af situationen i Egypten og Nigeria. Med en samlet vægt på over 40 pct. i disse lande før devalueringerne kan andelsklassens negative resultat henføres til disse to landes valutaer. På den positive side kan nævnes vores investeringer i Marokko, Kenya og Sydafrika. De store teleselskaber Maroc Telecom og Safaricom førte an i hhv. Marokko og Kenya med pæne tocifrede stigninger. I Sydafrika var råvareaktier i fokus. Vores investeringer i denne sektor var meget begrænsede over året. Til gengæld havde vi investeret i banken FirstRand, der også steg kraftigt.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Aktier i det afrikanske marked kan komme under pres som følge af en styrket dollar samt udsigten til protektionistiske tiltag fra den amerikanske præsident, Donald Trump. De afrikanske lande står måske ikke i første række, blandt dem der vil blive ramt, men det kan være med til at lægge en dæmper på investeringslysten generelt i emerging markets.

Råvarepriser har en vis betydning i Afrika. En stigning i olieprisen vil f.eks. hjælpe Nigeria, mens stigning i prisen på andre råvarer kan hjælpe investeringer i Sydafrika. Omvendt

vil en svækkelse af råvarepriserne kunne lægge en dæmper på markederne.

I Nigeria ser det ud til, at centralbanken igen må devaluere. Vi har solgt alle aktier, men har en valutaposition tilbage.

Porteføljen er koncentreret på forholdsvis få aktier. Da den samtidig er passiv, vil udviklingen i netop disse aktier være bestemmende for udviklingen.

### Forventninger til markedet samt strategi

De afrikanske markeder forventes af følge den generelle udvikling i emerging markets. Også de afrikanske markeder kan komme under fornyet pres efter Donald Trumps valgsej, som har styrket dollaren og skabt usikkerhed om potentielle protektionistiske tiltag. Vi forventer, at råvarepriserne holder niveauet, og der i højere grad føres en økonomisk politik, med fokus på både interne og eksterne balancer. Det vil være med til at støtte markedet.

Andelsklassen er overgået til en passiv investeringsstrategi, uden at andelsklassen skal følge et indeks, hvilket betyder, at der ikke foretages nye investeringer, og porteføljen holdes nogenlunde intakt.

Andelsklassen følger en passiv investeringsstrategi. Frem til afviklingen medio 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast, der er lidt lavere end markedsafkastet som følge af omkostninger. Men skal dog være opmærksom på, at den passive portefølje ikke er konstrueret til at følge markedet.

## Afrikka, osuuslaji EUR

Andelsklasse under Afrika – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast i EUR (pct.)*	0,82	÷6,14	4,09	÷17,27	÷8,05
Sharpe Ratio i EUR	-	-	-	÷0,63	÷0,60
Indre værdi (DKK pr. andel)	10,08	9,46	9,85	8,15	7,49
Nettoresultat (t.DKK)*	1.057	÷5.452	4.237	÷4.761	÷3.816
Administrationsomkostninger (pct.)	1,89	1,85	1,86	1,85	1,56
Investorers formue (t.DKK)	25.379	70.467	82.849	34.993	6.019
Antal andele	337.400	998.159	1.129.595	575.428	108.032
Stykstørrelse i DKK	10	10	10	10	10

\* 2012 dækker en periode på mindre end 12 måneder

<b>KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK</b>	<b>1.1.-31.12.2016</b>	<b>1.1.-31.12.2015</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷3.365	÷3.816
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	451	945
<b>Klassens resultat</b>	<b>÷3.816</b>	<b>÷4.761</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorers formue primo	34.993	82.849
Emissioner i året	535	11.145
Indløsninger i året	÷25.851	÷54.656
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	158	416
Overførsel af periodens resultat	÷3.816	÷4.761
<b>Investorers formue ultimo</b>	<b>6.019</b>	<b>34.993</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	575.428	1.129.595
Emissioner i året	9.623	162.737
Indløsninger i året	÷477.019	÷716.904
<b>Andele ultimo året</b>	<b>108.032</b>	<b>575.428</b>

## Bioteknologi KL

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

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Da afdelingen investerer globalt i selskaber, der forsker inden for bioteknologi eller understøtter den, anvender bioteknologiske metoder eller fremstiller eller markedsfører bioteknologiske, farmaceutiske eller medicinske produkter har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på denne type aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

Biotek sektoren faldt i 2016 som følge af politisk usikkerhed i USA omkring de fremtidige medicinalpriser. Sektoren faldt også i 2016, da der var færre betydelige produktgodkendelser. Endelig var der et par vigtige kliniske forsøg, som fejlede og som satte sektoren under pres.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et negativ afkast på 18,79 pct., mens benchmark faldt med 17,27 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark, men har ikke indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en stabilisering af råvarepriserne, fortsat lave renter og god økonomisk vækst.

### Vurdering af resultatet

Der var en tilfredsstillende overensstemmelse mellem afdelingens afkast og udviklingen i benchmark.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Væksten i verdensøkonomien er fortsat positivt understøttet af en lempelig pengepolitik i såvel de udviklede økonomier som i emerging markets. Vækstniveauet i de udviklede økonomier er præget af diversitet de økonomiske regioner imellem. Europæisk økonomi er positivt understøttet af den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar, attraktive finansielle vilkår og afdæmpede inflationsforventninger. I USA er den økonomiske vækst pæn og arbejdsmarkedet stramt, og den Amerikanske Centralbank har genoptaget forhøjelserne af de ledende renter. Det er endnu ikke afklaret i detaljer, hvorledes den nyvalgte amerikanske præsident, Donald Trump, vil forvalte sit præsidentembede – herunder evt. ændre den førte økonomiske politik. Usikkerhed med hensyn til den økonomiske udvikling i såvel de udviklede økonomier som emerging markets, tempoet i stramningen af pengepolitikken i USA samt mindre tiltro til længden af en fortsat lempelig pengepolitik i Europa og Japan vil kunne give anledning til en negativ stemning på aktiemarkederne.

De afledte effekter på de globale finansielle markeder af en stramning af pengepolitikken i USA og dermed en stigning i de ledende renter i takt med pæn økonomisk vækst har blandt andet medført, at renten på 10-årige statsobligationer er steget. Dette indikerer således et paradigmeskift efter en lang periode med rentefald. En intensivering i rentestigningerne blandt andet er drevet af ændringen i den førte økonomiske politik kan give usikkerhed på aktiemarkederne.

### Afdelingens profil

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

### Branchefordeling

Bioteknologi	80,4%
Biovidenskabernes Værktøjer & Servicesydelser	16,3%
Medicinalindustri	3,0%
Øvrige inkl. likvide	0,3%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,53
Standardafvigelse	30,90
Tracking error	0,93
Information Ratio	÷ 1,97
Sharpe Ratio (benchm.)	0,58
Standardafvigelse (benchm.)	31,03
Active share	0,29

## *Bioteknologi KL*

For Biotek er det specielt muligheden for at kunne hæve priserne på medicin. Denne mulighed synes at være bedre med valget af Trump som USA's fremtidige præsident. Et andet fokusområde er talen om en ændring nedlæggelse af den amerikanske sygesikring, populært kaldet Obamacare. Republikanerne har i årevis haft et ønske om at nedlægge Obamacare og med en republikansk Præsident og en republikansk Kongres er der mulighed for at dette sker. Det er endnu for tidligt at sige om det sker og hvad der evt. kommer i stedet for.

### **Forventninger til markedet samt strategi**

Væksten i den globale økonomi er positiv drevet af en solid økonomisk udvikling i de udviklede økonomier samtidigt med, at den økonomiske vækst i emerging markets er stabiliseret. Der er fortsat stor variation i vækstudviklingen imellem de forskellige økonomiske regioner. I USA forventes en stærk vækst at resultere i en stramning af pengepolitikken i 2017. Kombineret med en relativ høj prisfastsættelse kan det lægge en dæmper på udviklingen på aktiemarkedet. I Europa vil vi fortsat opleve meget lempelige finansielle vilkår. Dette vil understøtte investerings- og forbrugslysten, samtidigt med at en fortsat svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar vil være understøttende for den økonomiske vækst og dermed skabe et fornuftigt indtjeningspotentiale kombineret med en attraktiv prisfastsættelse. I 2017 forventer vi en moderat positiv udvikling på aktiemarkederne, men også markeder der vil være præget af både stigende og faldende risikoappetit drevet af økonomiske og politiske nyheder globalt.

Bioteksektoren er fortsat meget afhængig af, at de enkelte selskaber lykkes med en række slutfasetest, hvilket i perioder kan betyde store udsving i kursen. Ligeledes forventer vi en politisk afklaring omkring udviklingen i medicinpriser og en afklaring af hvad der kommer til at ske med den amerikanske sygesikring. På lang sigt har vi positive forventninger til sektoren. Vi forventer, at biotekselskaberne fortsat vil være opkøbskandidater hos større medicinalsekskaber, som kæmper med patentudløb og udvikling af nye produkter.

Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger udviklingen i det valgte benchmark. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et afkast, der er lidt lavere end udviklingen i det valgte benchmark, idet omkostningerne trækkes fra i afkastet.

## Bioteknologi KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	6	101	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	20	46	Indestående i depotselskab	2.239	2.199
3 Udbytter	2.307	5.640	<b>I alt likvide midler</b>	<b>2.239</b>	<b>2.199</b>
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>2.294</b>	<b>5.695</b>	<b>Kapitalandele:</b>		
<b>4 Kursgevinster og -tab:</b>			Not. aktier fra udl. selskaber	760.115	1.250.821
Kapitalandele	÷223.196	218.661	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>760.115</b>	<b>1.250.821</b>
Valutakonti	1.572	1.625	<b>Andre aktiver:</b>		
Øvrige aktiver/passiver	÷14	27	Aktuelle skatteaktiver	143	141
5 Handelsomkostninger	÷341	÷517	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>143</b>	<b>141</b>
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>÷221.978</b>	<b>219.796</b>	<b>Aktiver i alt</b>	<b>762.498</b>	<b>1.253.161</b>
6 Andre indtægter	40	235			
<b>I alt indtægter</b>	<b>÷219.644</b>	<b>225.726</b>	<b>Passiver</b>		
7 Administrationsomkostninger	9.634	14.351	10 Investorers formue	762.350	1.250.932
<b>Resultat før skat</b>	<b>÷229.278</b>	<b>211.374</b>	<b>Anden gæld:</b>		
8 Skat	371	868	Skyldige omkostninger	148	79
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>÷229.649</b>	<b>210.507</b>	Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	2.150
<b>Resultatdisponering</b>			<b>I alt anden gæld</b>	<b>148</b>	<b>2.229</b>
Foreslået udlodning	0	257.073	<b>Passiver i alt</b>	<b>762.498</b>	<b>1.253.161</b>
Overført til udlodning næste år	0	251			
9 Disponeret i alt vedr. udlodning	0	257.323			
Overført til formuen	÷229.649	÷46.817			
<b>I alt disponeret</b>	<b>÷229.649</b>	<b>210.507</b>			

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	39,70	40,71	67,01	20,92	÷18,79
Benchmarkafkast (pct.)	40,10	44,12	67,73	23,80	÷17,27
Sharpe Ratio	0,81	0,85	1,96	1,51	0,53
Indre værdi (DKK pr. andel)	133,72	169,90	263,03	261,31	158,59
Nettoresultat (t.DKK)	78.300	124.390	326.955	210.507	÷229.649
Udbytte (DKK pr. andel)	15,50	12,80	62,10	53,70	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,11	1,11	1,11	1,11	1,12
ÅOP	1,41	1,44	1,41	1,20	1,21
Omsætningshastighed (antal gange)	0,49	0,53	0,71	0,36	0,40
Investorers formue (t.DKK)	291.778	468.385	935.276	1.250.932	762.350
Antal andele	2.181.957	2.756.890	3.555.715	4.787.203	4.807.026
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

## Bioteknologi KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	6	0
Andre renteindtægter	0	101
I alt renteindtægter	6	101

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	20	46
I alt renteudgifter	20	46

Note 3: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	2.307	5.640
I alt udbytter	2.307	5.640

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	÷223.196	218.661
Valutakonti	1.572	1.625
Øvrige aktiver/passiver	÷14	27
Handelsomkostninger	÷341	÷517
I alt kursgevinster og -tab	÷221.978	219.796

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷546	÷860
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	205	343
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷341	÷517

Note 6: Andre indtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Brutto gebyrindtægt ved aktieudlån	58	326
Danske Bank A/S	÷13	÷65
Danske Invest Management A/S	÷5	÷26
I alt andre indtægter	40	235

Note 7: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	36	0	26	0
Managementhonorar	8.313	0	12.389	0
Fast administrationshonorar	1.285	0	1.936	0
I alt opdelte adm.omk.	9.634	0	14.351	0
I alt adm.omkostninger		9.634		14.351

Note 8: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	371	868
I alt skat	371	868

Note 9: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK	2016	2015
Renter og udbytter	2.294	5.695
Ikke refunderbar udbytteskat	÷371	÷868
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	40	386
Kursgevinst til udlodning	997	245.136
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	÷1.861	21.692
Udlodning overført fra sidste år	251	139
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	1.350	272.180
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	9.634	14.351
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	353	÷505
I alt til rådighed for udlodning, brutto	÷7.930	257.323
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	÷7.930	0
I alt til rådighed for udlodning, netto	0	257.323

Note 10: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerens formue primo	4.787.203	1.250.932	3.555.715	935.276
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷257.073		÷220.810
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		5.010		÷62.392
Emissioner i året	1.552.823	253.005	2.012.488	593.280
Indløsninger i året	÷1.533.000	÷260.532	÷781.000	÷206.075
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		657		1.147
Foreslået udlodning		0		257.073
Overførsel af periodens resultat		÷229.649		÷46.817
Overført til udlodning næste år		0		251
I alt investorernes formue	4.807.026	762.350	4.787.203	1.250.932

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,7	100,0
I alt finansielle instrumenter	99,7	100,0
Øvrige aktiver og passiver	0,3	0,0
I alt	100,0	100,0

## *Bond Income – Akkumulerende KL*

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 et år.

Afdelingen udbydes i to andelsklasser:

- Income Obligationer – Akkumulerende, klasse DKK h
- Income Obligationer – Akkumulerende, klasse EUR h

Afdelingens ledelsesberetning og det samlede regnskab omfattende resultat af investeringer m.m., som foretages fælles for klasserne, samt resultat af klassernes egne valutaafdækninger og omkostninger findes på de følgende sider:

Noter for de enkelte klasser findes også på de følgende sider:

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

## Bond Income – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	26.3.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	317	240	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	14	4	Indestående i depotselskab	2.779	2.509
3 Udbytter	501	836	<b>I alt likvide midler</b>	<b>2.779</b>	<b>2.509</b>
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>804</b>	<b>1.072</b>	<b>Obligationer:</b>		
4 <b>Kursgevinster og -tab:</b>			Not. obl. fra udl. udstedere	9.677	9.752
Obligationer	÷74	÷202	<b>I alt obligationer</b>	<b>9.677</b>	<b>9.752</b>
Kapitalandele	597	÷1.197	<b>Kapitalandele:</b>		
Afledte finansielle instr.	÷883	506	Inv-beviser i andre danske		
Valutakonti	÷1	12	inv- og specialforeninger	18.092	17.666
5 Handelsomkostninger	÷1	÷1	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>18.092</b>	<b>17.666</b>
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>÷363</b>	<b>÷881</b>	<b>Afl. finansielle instr.:</b>		
<b>I alt indtægter</b>	<b>441</b>	<b>191</b>	Unot. afl. finansielle instr.	3	8
6 Administrationsomkostninger	277	197	<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>3</b>	<b>8</b>
<b>Resultat før skat</b>	<b>164</b>	<b>÷6</b>	<b>Andre aktiver:</b>		
Skat	0	0	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	204	204
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>164</b>	<b>÷6</b>	Mellemvær. vedr. handelsafv.	1	0
<b>Resultatdisponering</b>			<b>I alt andre aktiver</b>	<b>205</b>	<b>204</b>
Overført til formuen	164	÷6	<b>Aktiver i alt</b>	<b>30.757</b>	<b>30.139</b>
<b>I alt disponeret</b>	<b>164</b>	<b>÷6</b>	<b>Passiver</b>		
			7 Investorers formue	30.752	30.084
			<b>Afledte finansielle instrumenter:</b>		
			Unot. afl. finansielle instr.	3	54
			<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>3</b>	<b>54</b>
			<b>Anden gæld:</b>		
			Skyldige omkostninger	1	1
			<b>I alt anden gæld</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
			<b>Passiver i alt</b>	<b>30.757</b>	<b>30.139</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	-	2015	2016
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	÷6	164
Omsætningshastighed [antal gange]*	-	-	-	0,00	0,00
Investorerers formue (t.DKK)	-	-	-	30.084	30.752

\* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder



## Bond Income – Akkumulerende KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	317	240
I alt renteindtægter	317	240

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	14	4
I alt renteudgifter	14	4

Note 3: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Inv.-beviser i andre danske inv- og specialforeninger	501	836
I alt udbytter	501	836

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	÷74	÷202
Inv.-beviser i danske inv- og specialforeninger	597	÷1.197
Terminforretninger/futures m.m.	÷1	15
Renteforretninger	÷882	492
Valutakonti	÷1	12
Handelsomkostninger	÷1	÷1
I alt kursgevinster og -tab	÷363	÷881

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷1	÷4
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	4
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷1	÷1

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	19	0	0	0
Managementhonorar	213	0	162	0
Fast administrationshonorar	46	0	35	0
I alt opdelte adm.omk.	277	0	197	0
I alt adm.omkostninger		277		197

I administrationsomkostningerne indgår t.DKK 172 fra "Kursregulering af investeringsbeviser".

Note 7: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo		30.084		0
Emissioner i året		502		30.004
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		2		86
Overførsel af periodens resultat		164		÷6
I alt investorernes formue		30.752		30.084

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	69,5	71,5
Øvrige finansielle instrumenter	20,8	19,4
I alt finansielle instrumenter	90,3	91,0
Øvrige aktiver og passiver	9,7	9,0
I alt	100,0	100,0

Underliggende eksponering ved valuta-terminsforretninger i 1.000 DKK

Valuta	Eksponering 2016
DKK	13.668
EUR	÷13.667

Underliggende eksponering ved futures i 1.000 DKK  
Solgte rentefutures, underliggende eksponering

Netto position af sikkerheder i 1.000 DKK	
Sikkerheder vedr. afledte finansielle instrumenter opgjort netto	
Sikkerhed i form af:	
Likvide midler	183
I alt sikkerhed	183

Danske Bank er modpart ved de afledte finansielle instrumenter.

## Income Obligationer – Akkumulerende, klasse DKK h

Andelsklasse under Bond Income – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen kan investere i alle obligationstyper uanset kreditvurdering og valuta. Andelsklassen kan investere i erhvervsobligationer, herunder obligationer med lav kreditkvalitet, realkreditobligationer samt statsobligationer fra lande med såvel høj som lav kreditkvalitet. Andelsklassen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle obligationstyper og valutaer: Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet.

Den 6. februar 2017 blev der afholdt ekstraordinær generalforsamling i andelsklassen, hvor det blev besluttet at afvikle afdelingen. Afdelingen forventes afviklet medio 2017.

### Markedet

Årets første måneder var præget af rentefald og dermed solide obligationsafkast. Årsagen var frygten for en recession. For det første var væksten i USA ganske svag. En stærk USD og faldende oliepris havde stor negativ betydning for den amerikanske fremstillingssektor og oliesektor. Produktion, investeringer og erhvervstillid kom derfor under pres. For

det andet var der usikkerhed omkring stabiliteten af kinesisk økonomi – en usikkerhed som allerede i andet halvår af 2015 havde vist sig: Ville de senere års massive gældoptagelse føre til et økonomisk kollaps? Endelig var der opstået bekymring om råvareproducerende lande i kølvandet på faldende råvarepriser. De finansielle markeder kvitterede med de største fald på aktiemarkedet siden Finanskrisen, og merrenten til statsobligationer på kreditobligationer steg betragteligt. Investorer søgte derfor tilflugt i sikre statsobligationer, hvorfor obligationsrenter faldt markant.

Som følge af denne udvikling ændrede den amerikanske centralbank (Fed) retorik. Den globale økonomi og de finansielle markeder blev en vigtig faktor for Fed. Centralbanken antydede derfor at ændringer i pengepolitikken også vil afhænge af andre ting end den indenlandske amerikanske økonomi. Optimismen vendte derfor tilbage i de mere risikofyldte markeder. Med udsigten til meget få renteforhøjelser forblev obligationsrenter dog på et meget lavt niveau. Storbritanniens beslutning om at forlade EU bekræftede blot markedet i at renteforhøjelser ikke lå lige om hjørnet.

Først da det overraskende udfald af det amerikanske præsidentvalg forelå, ændrede markedet holdning. Markedet forventede, at den kommende amerikanske regering ville understøtte væksten. På dette tidspunkt var væksten allerede på vej op. Denne kombination førte til, at investorer solgte obligationer: Dels af frygt for stigende inflation, dels fordi de forventede at indtjeningsvæksten i virksomhederne ville stige og risikofyldte værdipapirer som aktier og kreditobligationer ville give et højere afkast end statsobligationer.

Resultatet for året blev da også ganske høje afkast for dele af markedet. Obligationer udstedt af udviklingslande og amerikanske virksomhedsobligationer gav det højeste afkast efterfulgt af obligationer udstedt af europæiske virksomheder. Statsobligationer gav det laveste afkast.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et positivt afkast på 0,63 pct. Andelsklassen har intet benchmark. Det opnåede afkast er ikke tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og markeds-

### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Marts 2015

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060624740

Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Varigheder

1-3 år	12,9%
3-5 år	42,2%
5-10 år	36,4%
Øvrige inkl. likvide	8,5%

## Income Obligationer – Akkumulerende, klasse DKK h

### Andelsklasse under Bond Income – Akkumulerende KL

udviklingen, men har indfriet vores forventning om et lavt positivt afkast grundet en faldende merrente i forhold til tilsvarende statsobligationer.

Andelsklassen har intet benchmark, da der ikke findes et velegnet benchmark, der afspejler investeringsstrategien. Der anvendes et indikativt indeks, mod hvilket afdelingens afkast måles.

#### Vurdering af resultatet

Andelsklassen var sammensat af flere strategier. Cirka en tredjedel af andelsklassen bestod af italienske og spanske statsobligationer. Cirka 25 pct. var europæiske virksomhedsobligationer med høj kreditvurdering. Cirka 25 pct. af andelsklassen bestod af europæiske virksomhedsobligationer med en lav kreditvurdering. Endelig var omkring 10 pct. af andelsklassen investeret i obligationer i USD udstedt af udviklingslande. Andelsklassen havde i perioden ikke valutarisici. Andelsklassen benyttede finansielle instrumenter med henblik på at beskytte andelsklassens afkast mod eventuelt stigende statsobligationsrenter. Følsomheden overfor renteændringer i perioden var derfor ganske lav. Det bevirkede, at andelsklassen ikke fik gavn af de faldende renter i starten af året, hvorfor afkastet var lavere end en traditionel investering i en bred vifte af obligationsmarkeder.

#### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Andelsklassen er investeret i obligationer udstedt af europæiske og amerikanske virksomheder. Genopblussen af den økonomiske krise eller øget politisk turbulens i Europa vil derfor være negativt for andelsklassens afkast. Højere end forventet inflation kan afstedkomme stigende obligationsrenter i USA, da Fed vil hæve den ledende rente mere end hvad der forventes i øjeblikket. En restriktiv amerikansk handelspolitik kan føre til en decideret handelskrig. Det vil være negativt for den del af andelsklassen der er investeret i obligationer udstedt af udviklingslande. Et fornyet fald i råvarepriserne, herunder olieprisen, vil være negativt for råvareproducerende lande og virksomheder. En del af andelsklassen består af obligationer udstedt af disse lande og virksomheder og den vil derfor blive negativt påvirket, hvis olieprisen falder igen. Endelig vil risici knyttet til den økonomiske og politiske udvikling i nøglelande som Kina, Brasilien, Mexico og Tyrkiet have

stor betydning for andelsklassens investering i obligationer udstedt af udviklingslande.

#### Forventninger til markedet samt strategi

I USA er arbejdsmarkedet præget af betydelig fremgang. Fed vil derfor gradvist hæve den ledende rente i løbet af 2017. Den europæiske centralbank (ECB) forsøger derimod fortsat at stimulere den økonomiske vækst, og dermed inflationen som ligger langt under målsætningen. Det sker ved hjælp af pengepolitiske tiltag, herunder opkøb af obligationer. Fed og solid vækst i den amerikanske økonomi presser derfor det amerikanske renteniveau op. Markedet indregner dog allerede renteforhøjelser. ECB presser det europæiske renteniveau ned, men antyder at opkøbsprogrammet vil blive nedroslet sidst på året. Støtten fra centralbankerne til de finansielle markeder vil derfor aftage. Samtidig vokser den politiske usikkerhed: Hvilken økonomisk og sikkerhedspolitik vil den nye amerikanske regering få gennemført? Vil valgene i kernelandene Tyskland og Frankrig føre til yderligere politisk usikkerhed i EU ovenpå afstemningerne i Storbritannien og Italien? På denne baggrund, forventer vi at udsvingene på markederne vil svare til de vi så i 2016. Alt i alt vil markedsafkastene være moderate. Indtil videre beholder vi dels de sydeuropæiske statsobligationer, dels de europæiske virksomhedsobligationer. For det første fordi der allerede er indregnet ganske meget politisk risiko. For det andet er den ganske pæne vækst i den europæiske økonomi gavnlig for indtjeningen i virksomhederne. Vi foretrækker desuden obligationer i USD udstedt af udviklingslande, da faldende inflation i disse lande og solid global vækst vil understøtte disse obligationer. Vi har tilrettelagt strategien så investeringerne er mindre følsomme overfor et eventuelt stigende renteniveau på statsobligationer. Desuden er valutakursrisikoen minimeret.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. Frem til afviklingen medio 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med markedsudviklingen. Afkastet er blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Income Obligationer – Akkumulerende, klasse DKK h

Andelsklasse under Bond Income – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	-	2015	2016
Afkast (pct.)*	-	-	-	0,13	0,63
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	100,13	100,76
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	÷24	112
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	0,85	0,91
ÅOP	-	-	-	0,94	0,94
Investorerers formue (t.DKK)	-	-	-	15.019	15.634
Antal andele	-	-	-	150.000	155.160
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	100	100

\* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK	1.1.-31.12.2016	26.3.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	243	74
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	131	98
<b>Klassens resultat</b>	<b>112</b>	<b>÷24</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorerers formue primo	15.019	0
Emissioner i året	502	15.000
Indløsninger i året	0	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	2	43
Overførsel af periodens resultat	112	÷24
<b>Investorerers formue ultimo</b>	<b>15.634</b>	<b>15.019</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	150.000	0
Emissioner i året	5.160	150.000
Indløsninger i året	0	0
<b>Andele ultimo året</b>	<b>155.160</b>	<b>150.000</b>

## Income Obligationer – Akkumulerende, klasse EUR h

Andelsklasse under Bond Income – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen kan investere i alle obligationstyper uanset kreditvurdering og valuta. Andelsklassen kan investere i erhvervsobligationer, herunder obligationer med lav kreditkvalitet, realkreditobligationer samt statsobligationer fra lande med såvel høj som lav kreditkvalitet. Andelsklassen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle obligationstyper og valutaer. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet.

Den 6. februar 2017 blev der afholdt ekstraordinær generalforsamling i andelsklassen, hvor det blev besluttet at afvikle afdelingen. Afdelingen forventes afviklet medio 2017.

### Markedet

Årets første måneder var præget af rentefald og dermed solide obligationsafkast. Årsagen var frygten for en recession. For det første var væksten i USA ganske svag. En stærk USD og faldende oliepris havde stor negativ betydning for den

amerikanske fremstillingssektor og oliesektor. Produktion, investeringer og erhvervstillid kom derfor under pres. For det andet var der usikkerhed omkring stabiliteten af kinesisk økonomi – en usikkerhed som allerede i andet halvår af 2015 havde vist sig: Ville de senere års massive gældoptagelse føre til et økonomisk kollaps? Endelig var der opstået bekymring om råvareproducerende lande i kølvandet på faldende råvarepriser. De finansielle markeder kvittererede med de største fald på aktiemarkedet siden Finanskrisen, og merrenten til statsobligationer på kreditobligationer steg betragteligt. Investorer søgte derfor tilflugt i sikre statsobligationer, hvorfor obligationsrenter faldt markant.

Som følge af denne udvikling ændrede den amerikanske centralbank (Fed) retorik. Den globale økonomi og de finansielle markeder blev en vigtig faktor for Fed. Centralbanken antydede derfor at ændringer i pengepolitikken også vil afhænge af andre ting end den indenlandske amerikanske økonomi. Optimismen vendte derfor tilbage i de mere risikofyldte markeder. Med udsigten til meget få renteforhøjelser forblev obligationsrenter dog på et meget lavt niveau. Storbritanniens beslutning om at forlade EU bekræftede blot markedet i at renteforhøjelser ikke lå lige om hjørnet.

Først da det overraskende udfald af det amerikanske præsidentvalg forelå, ændrede markedet holdning. Markedet forventede, at den kommende amerikanske regering ville understøtte væksten. På dette tidspunkt var væksten allerede på vej op. Denne kombination førte til, at investorer solgte obligationer: Dels af frygt for stigende inflation, dels fordi de forventede at indtjeningsvæksten i virksomhederne ville stige og risikofyldte værdipapirer som aktier og kreditobligationer ville give et højere afkast end statsobligationer.

Resultatet for året blev da også ganske høje afkast for dele af markedet. Obligationer udstedt af udviklingslande og amerikanske virksomhedsobligationer gav det højeste afkast efterfulgt af obligationer udstedt af europæiske virksomheder. Statsobligationer gav det laveste afkast.

### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Marts 2015
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060624823
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Varigheder

1-3 år	12,9%
3-5 år	42,2%
5-10 år	36,4%
Øvrige inkl. likvide	8,5%

## Income Obligationer – Akkumulerende, klasse EUR h

Andelsklasse under Bond Income – Akkumulerende KL

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et positivt afkast på 0,71 pct. målt i EUR. Andelsklassen har intet benchmark. Det opnåede afkast er ikke tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen, men har indfriet vores forventning om et lavt positivt afkast grundet en faldende merrente i forhold til tilsvarende statsobligationer.

Andelsklassen har intet benchmark, da der ikke findes et velegnet benchmark, der afspejler investeringsstrategien. Der anvendes et indikativt indeks, mod hvilket afdelingens afkast måles.

### Vurdering af resultatet

Andelsklassen var sammensat af flere strategier. Cirka en tredjedel af andelsklassen bestod af italienske og spanske statsobligationer. Cirka 25 pct. var europæiske virksomhedsobligationer med høj kreditvurdering. Cirka 25 pct. af andelsklassen bestod af europæiske virksomhedsobligationer med en lav kreditvurdering. Endelig var omkring 10 pct. af andelsklassen investeret i obligationer i USD udstedt af udviklingslande. Andelsklassen havde i perioden ikke valutarisici. Andelsklassen benyttede finansielle instrumenter med henblik på at beskytte andelsklassens afkast mod eventuelt stigende statsobligationsrenter. Følsomheden overfor renteændringer i perioden var derfor ganske lav. Det bevirkede, at andelsklassen ikke fik gavn af de faldende renter i starten af året, hvorfor afkastet var lavere end en traditionel investering i en bred vifte af obligationsmarkeder.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Andelsklassen er investeret i obligationer udstedt af europæiske og amerikanske virksomheder. Genoplussen af den økonomiske krise eller øget politisk turbulens i Europa vil derfor være negativt for andelsklassens afkast. Højere end forventet inflation kan afstedkomme stigende obligationsrenter i USA, da Fed vil hæve den ledende rente mere end hvad der forventes i øjeblikket. En restriktiv amerikansk handelspolitik kan føre til en decideret handelskrig. Det vil være negativt for den del af andelsklassen der er investeret i obligationer udstedt af udviklingslande. Et fornyet fald i råvarepriserne, herunder olieprisen, vil være negativt for råvareproducerende lande og virksomheder. En del af andelsklassen består af obligationer udstedt af disse lande og virksomheder og den vil derfor blive negativt påvirket, hvis olieprisen falder igen.

Endelig vil risici knyttet til den økonomiske og politiske udvikling i nøglelande som Kina, Brasilien, Mexico og Tyrkiet have stor betydning for andelsklassens investering i obligationer udstedt af udviklingslande.

### Forventninger til markedet samt strategi

I USA er arbejdsmarkedet præget af betydelig fremgang. Fed vil derfor gradvist hæve den ledende rente i løbet af 2017. Den europæiske centralbank, ECB, forsøger derimod fortsat at stimulere den økonomiske vækst, og dermed inflationen som ligger langt under målsætningen. Det sker ved hjælp af pengepolitiske tiltag, herunder opkøb af obligationer. Fed og solid vækst i den amerikanske økonomi presser derfor det amerikanske renteniveau op. Markedet indregner dog allerede renteforhøjelser. ECB presser det europæiske renteniveau ned, men antyder at opkøbsprogrammet vil blive nedroslet sidst på året. Støtten fra centralbankerne til de finansielle markeder vil derfor aftage. Samtidig vokser den politiske usikkerhed: Hvilken økonomisk og sikkerhedspolitik vil den nye amerikanske regering få gennemført? Vil valgene i kernelandene Tyskland og Frankrig føre til yderligere politisk usikkerhed i EU ovenpå afstemningerne i Storbritannien og Italien? På denne baggrund, forventer vi at udsvingene på markederne vil svare til de vi så i 2016. Alt i alt vil markedsafkastene være moderate. Indtil videre beholder vi dels de sydeuropæiske statsobligationer, dels de europæiske virksomhedsobligationer. For det første fordi der allerede er indregnet ganske meget politisk risiko. For det andet er den ganske pæne vækst i den europæiske økonomi gavnlige for indtjeningen i virksomhederne. Vi foretrækker desuden obligationer i USD udstedt af udviklingslande, da faldende inflation i disse lande og solid global vækst vil understøtte disse obligationer. Vi har tilrettelagt strategien så investeringerne er mindre følsomme overfor et eventuelt stigende renteniveau på statsobligationer. Desuden er valutakursrisikoen minimeret.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. Frem til afviklingen medio 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med markedsudviklingen. Afkastet er blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Income Obligationer – Akkumulerende, klasse EUR h

Andelsklasse under Bond Income – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	-	2015	2016
Afkast i EUR (pct.)*	-	-	-	0,49	0,71
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	10,05	10,12
Nettoreultat (t.DKK)*	-	-	-	19	52
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	0,85	0,91
Investorers formue (t.DKK)	-	-	-	15.065	15.118
Antal andele	-	-	-	200.900	200.900
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	10	10

\* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK	1.1.-31.12.2016	26.3.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	217	69
Klassespecifikke transaktioner:		
Terminsforsretninger	÷38	48
Administrationsomkostninger	127	99
<b>Klassens resultat</b>	<b>52</b>	<b>19</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorers formue primo	15.065	0
Emissioner i året	0	15.004
Indløsninger i året	0	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	0	43
Overførsel af periodens resultat	52	19
<b>Investorers formue ultimo</b>	<b>15.118</b>	<b>15.065</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	200.900	0
Emissioner i året	0	200.900
Indløsninger i året	0	0
<b>Andele ultimo året</b>	<b>200.900</b>	<b>200.900</b>

## Danmark KL

Investerer i danske aktier samt øvrige aktier noteret på Nasdaq OMX Copenhagen A/S. Afdelingen er aktivt styret.

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Da afdelingen investerer i danske aktier samt øvrige aktier noteret på Nasdaq OMX Copenhagen A/S, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på danske aktier.

### Markedet

Det danske aktiemarked leverede et relativt beskedent afkast i 2016. Modsat de senere år har de danske aktier klaret sig ringere sammenlignet med de globale aktieindeks, særligt i forhold til det amerikanske marked og nye markeder. Inden for sundhedssektoren faldt Novo Nordisk-aktien 35 pct. på baggrund af forøget priskonkurrence på det vigtige amerikanske marked. Virksomheden måtte således nedjustere det langsigtede mål for vækst i primær drift hele to gange i løbet af året. Omvendt steg H. Lundbeck 21 pct., da restruktureringen af

virksomheden gik hurtigere end ventet. Biotek-aktier havde generelt et svagt år, men Genmab gik imod strømmen med en flot salgsudvikling i det nylancerede cancermedicin. Også flere andre stabile vækstaktier så som Coloplast, Novozymes og Chr. Hansen havde et svagt år. Omvendt havde industri-sektoren generelt et godt aktieår på baggrund af stigende oliepriser og stigninger på visse råvarer. A. P. Møller-Mærsk aktien steg 26 pct. på trods af et historisk dårligt 2016-resultat. Stigningen i aktien skal derfor ses i sammenhæng med, at virksomheden i 2016 annoncerede en strømning af koncernstrukturen, således at fokus fremadrettet udelukkende er på transport. Herudover forventer flere analytikere stigende containerrater i 2017. Også bankerne endte året med stigninger på baggrund af stigende renter. De små og mellemstore selskaber havde overordnet et lidt bedre aktieår sammenlignet med de store C20-selskaber.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 0,01 pct., mens benchmark steg 3,22 pct. Afdelingens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har ikke indfriet vores forventning om moderat positivt afkast på grund af Brexit og usikkerheden om det fremtidige økonomiske samarbejde i Europa.

### Vurdering af resultatet

Afdelingen havde i 2016 positive bidrag fra materiale- og forbrugssektoren, herunder både stabilt og diskretionært forbrug. Omvendt havde afdelingen negative bidrag fra sundheds-, industri- og transportsektoren. På selskabsniveau var overvægte i særlig DFDS, NKT, Pandora, Genmab samt undervægte i Novozymes, og Nets medvirkende til positive afkastbidrag i forhold til afdelingens benchmark. På negativsiden trak undervægte i Københavns Lufthavn, A. P. Møller-Mærsk og H. Lundbeck samt overvægt i Bavarian Nordic, Torm og Per Aarsleff dog mere ned.

Afdelingen er aktivt styret, men den har en tracking error på under 3 procentpoint og en active share under 50, hvilket især kan tilskrives et "smalt" benchmark. De senere års afkast i forhold til benchmark viser, at afdelingens har en tilstrækkelig aktivitet til at kunne opfylde sin målsætning om at opnå et afkast, der er højere end afkastet på benchmark.

### Afdelingens profil

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

### Branchefordeling

Industri	32,2%
Sundhedspleje	26,6%
Finans	16,7%
Forbrugsgoder	7,2%
Konsumtvarer	6,3%
Øvrige inkl. likvide	11,0%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	1,38
Standardafvigelse	12,73
Tracking error	2,44
Information Ratio	1,09
Sharpe Ratio (benchm.)	1,23
Standardafvigelse (benchm.)	12,45
Active share	24,86



## Danmark KL

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Væksten i verdensøkonomien er fortsat positivt understøttet af en lempelig pengepolitik i såvel de udviklede økonomier som i emerging markets. Vækstniveauet i de udviklede økonomier er præget af diversitet de økonomiske regioner imellem. Europæisk økonomi er positivt understøttet af den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar, attraktive finansielle vilkår og afdæmpede inflationsforventninger. I USA er den økonomiske vækst pæn og arbejdsmarkedet stramt, og den Amerikanske Centralbank har genoptaget forhøjelserne af de ledende renter. Det er endnu ikke afklaret i detaljer, hvorledes den nyvalgte amerikanske præsident, Donald Trump, vil forvalte sit præsidentembede – herunder evt. ændre den førte økonomiske politik. Usikkerhed med hensyn til den økonomiske udvikling, tempoet i stramningen af pengepolitikken i USA samt mindre tiltro til længden af en fortsat lempelig pengepolitik i Europa vil kunne give anledning til en negativ stemning på aktiemarkederne i Europa og globalt.

De afledte effekter på de globale finansielle markeder af en stramning af pengepolitikken i USA og dermed en stigning i de ledende renter i takt med pæn økonomisk vækst har blandt andet medført, at renten på 10-årige statsobligationer er steget. Dette indikerer således et paradigmeskift efter en lang periode med rentefald. En intensivering i rentestigningerne blandt andet er drevet af ændringen i den førte økonomiske politik kan give usikkerhed på aktiemarkederne.

Udviklingen på råvaremarkederne – og i særdeleshed i olieprisen – samt valutabevægelser kan få såvel positive som negative afledte effekter på aktiemarkederne.

Endelig vil en række betydende folkeafstemninger i Europa, Storbritanniens forventede aktivering af artikel 50 i starten af 2017 og nyheder i relation til de politiske forhandlinger kunne påvirke aktiemarkederne negativt.

Afdelingen har en overvægt af industriselskaber og forbrugsrelaterede selskaber i forhold til benchmark. Derfor kan risikoen i porteføljen, ud over de selskabsspecifikke risici, knyttes til disse sektorerens cykliske karakter. Omvendt har afdelingen

en undervægt i den cykliske transportsektor. Undervægten i bankaktier repræsenterer ligeledes en vis risiko, såfremt renterne fortsætter den seneste tids stigninger. Renterne er dog faldet lidt tilbage fra midten af december.

### Forventninger til markedet samt strategi

Væksten i den globale økonomi er positiv drevet af en solid økonomisk udvikling i de udviklede økonomier samtidigt med, at den økonomiske vækst i emerging markets er stabiliseret. I Europa forventer vi fortsat meget lempelige finansielle vilkår. Dette er stimulerende for investerings- og forbrugslysten, samtidigt med at en fortsat svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar vil være understøttende for den økonomiske vækst i Europa og dermed skabe et fornuftigt indtjeningspotentiale. Dette kombineret med en attraktiv prisfastsættelse medfører, at vi forventer en moderat positiv udvikling på aktiemarkederne, men også markeder, der vil være præget af både stigende og faldende risikoappetit drevet af økonomiske og politiske nyheder globalt.

Indtjeningsfremgangen for de danske selskaber for det kommende regnskabsår forventes at være moderat positiv i underkanten af 10 pct. Vurderet på indtjeningsmultipler er det danske aktiemarked ikke aggressivt prisfastsat i forhold til det historiske gennemsnit, og givet de relativt høje vækstforventninger og en høj andel af defensive kvalitetsselskaber sammenlignet med andre aktiemarkeder, så fremstår prissætningen fair.

Porteføljen er overvægtet i industri- og forbrugssektorerne, herunder både diskretionært og stabilt forbrug. De største overvægte på aktieniveau er Vestas, Pandora, GN Store Nord, NKT og Bavarian Nordic. Porteføljens største undervægte er Novozymes, Københavns Lufthavne, H. Lundbeck, DONG Energy og A. P. Møller-Mærsk.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Danmark KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	147	95	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	242	426	Indestående i depotselskab	27.141	52.409
3 Udbytter	51.306	125.809	<b>I alt likvide midler</b>	<b>27.141</b>	<b>52.409</b>
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>51.211</b>	<b>125.478</b>	<b>Kapitalandele:</b>		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. aktier fra DK selskaber	2.066.910	2.575.515
Kapitalandele	÷37.847	712.330	Not. aktier fra udl. selskaber	74.442	85.604
5 Handelsomkostninger	÷1.575	÷1.613	Unot. kap.andele fra DK selsk.	1.029	1.029
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>÷39.421</b>	<b>710.717</b>	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>2.142.381</b>	<b>2.662.148</b>
6 Andre indtægter	205	135	<b>Andre aktiver:</b>		
<b>I alt indtægter</b>	<b>11.995</b>	<b>836.330</b>	Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	9.707
7 Administrationsomkostninger	30.874	33.421	Aktuelle skatteaktiver	21	11
<b>Resultat før skat</b>	<b>÷18.879</b>	<b>802.909</b>	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>21</b>	<b>9.718</b>
8 Skat	÷537	922	<b>Aktiver i alt</b>	<b>2.169.543</b>	<b>2.724.274</b>
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>÷18.341</b>	<b>801.988</b>	<b>Passiver</b>		
<b>Resultatdisponering</b>			10 Investorers formue	2.168.876	2.723.959
Foreslået udlodning	385.848	430.736	<b>Anden gæld:</b>		
Overført til udlodning næste år	56	516	Skyldige omkostninger	518	168
9 Disponeret i alt vedr. udlodning	385.904	431.252	Ikke hævet udl. fra tidl. år	149	147
Overført til formuen	÷404.245	370.735	<b>I alt anden gæld</b>	<b>667</b>	<b>315</b>
<b>I alt disponeret</b>	<b>÷18.341</b>	<b>801.988</b>	<b>Passiver i alt</b>	<b>2.169.543</b>	<b>2.724.274</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	22,89	42,39	23,78	36,86	0,01
Benchmarkafkast (pct.)	23,81	38,30	17,22	30,83	3,22
Sharpe Ratio	0,34	0,59	2,35	2,58	1,38
Indre værdi (DKK pr. andel)	153,82	210,71	234,47	289,64	242,27
Nettoresultat (t.DKK)	331.193	600.389	426.516	801.988	÷18.341
Udbytte (DKK pr. andel)	6,50	23,60	29,10	45,80	43,10
Administrationsomkostninger (pct.)	1,25	1,28	1,25	1,30	1,35
ÅOP	1,58	1,60	1,53	1,47	1,48
Omsætningshastighed (antal gange)	0,24	0,24	0,15	0,21	0,25
Investorers formue (t.DKK)	1.551.029	1.875.020	2.234.400	2.723.959	2.168.876
Antal andele	10.083.714	8.898.624	9.529.699	9.404.717	8.952.384
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

# Danmark KL

## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

### Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK

	2016	2015
Andre renteindtægter	147	95
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>147</b>	<b>95</b>

### Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK

	2016	2015
Andre renteudgifter	242	426
<b>I alt renteudgifter</b>	<b>242</b>	<b>426</b>

### Note 3: Udbytter i 1.000 DKK

	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	46.840	119.491
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	3.701	6.145
Unoterede kapitalandele fra danske selskaber	0	147
Øvrige udbytter	764	26
<b>I alt udbytter</b>	<b>51.306</b>	<b>125.809</b>

### Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK

	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	÷28.481	694.800
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	÷9.366	17.726
Unoterede kapitalandele fra danske selskaber	0	÷196
Handelsomkostninger	÷1.575	÷1.613
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>÷39.421</b>	<b>710.717</b>

### Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK

	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷1.785	÷1.783
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	210	170
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>÷1.575</b>	<b>÷1.613</b>

### Note 6: Andre indtægter i 1.000 DKK

	2016	2015
Brutto gebyrindtægt ved aktieudlån	294	188
Danske Bank A/S	÷64	÷38
Danske Invest Management A/S	÷26	÷15
<b>I alt andre indtægter</b>	<b>205</b>	<b>135</b>

### Note 7: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK

	2016		2015	
	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.
Revisionshonorar til revisorer	26	0	0	0
Øvrige omkostninger	32	0	18	0
Managementhonorar	28.533	0	30.835	0
Fast administrationshonorar	2.283	0	2.568	0
<b>I alt opdelte adm.omk.</b>	<b>30.874</b>	<b>0</b>	<b>33.421</b>	<b>0</b>
<b>I alt adm.omkostninger</b>		<b>30.874</b>		<b>33.421</b>

### Note 8: Skat i 1.000 DKK

	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	÷537	922
<b>I alt skat</b>	<b>÷537</b>	<b>922</b>

### Note 9: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK

	2016	2015
Renter og udbytter	51.211	125.478
Ikke refunderbar udbytteskat	537	÷922
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	195	550
Kursgevinst til udlodning	375.209	345.420
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	÷11.590	÷6.331
Udlodning overført fra sidste år	516	151
<b>Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger</b>	<b>416.079</b>	<b>464.347</b>
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	30.874	33.421
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	699	326
<b>I alt til rådighed for udlodning netto</b>	<b>385.904</b>	<b>431.252</b>

### Note 10: Investorers formue

	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerens formue primo	9.404.717	2.723.959	9.529.699	2.234.400
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷430.736		÷277.314
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		4.513		÷623
Emissioner i året	173.112	41.156	215.291	58.858
Indløsninger i året	÷625.445	÷151.830	÷340.273	÷93.468
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		155		119
Foreslået udlodning		385.848		430.736
Overførsel af periodens resultat		÷404.245		370.735
Overført til udlodning næste år		56		516
<b>I alt investorenes formue</b>	<b>8.952.384</b>	<b>2.168.876</b>	<b>9.404.717</b>	<b>2.723.959</b>

## Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,7	97,7
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>98,8</b>	<b>97,7</b>
Øvrige aktiver og passiver	1,2	2,3
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

### Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi 2016	Markedsværdi 2015
Danske Bank	166.390	254.793

Aktieudlån i 1.000 DKK	2016	2015
Kursværdi af udlånte aktier	0	203.269

Sikkerhed for udlånte aktier i form af:	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	0	212.576
<b>I alt sikkerhed</b>	<b>0</b>	<b>212.576</b>

## Danmark – Akkumulerende KL

Investerer i danske aktier samt øvrige aktier noteret på Nasdaq OMX Copenhagen A/S. Afdelingen er aktivt styret.

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Da afdelingen investerer i danske aktier samt øvrige aktier noteret på Nasdaq OMX Copenhagen A/S, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på danske aktier.

### Markedet

Det danske aktiemarked leverede et relativt beskedent afkast i 2016. Modsat de senere år har de danske aktier klaret sig ringere sammenlignet med de globale aktieindeks, særligt i forhold til det amerikanske marked og nye markeder. Inden for sundhedssektoren faldt Novo Nordisk-aktien 35 pct. på baggrund af forøget priskonkurrence på det vigtige amerikanske marked. Virksomheden måtte således nedjustere det langsigtede mål for vækst i primær drift hele to gange i løbet af året. Omvendt steg H. Lundbeck 21 pct., da restruktureringen af virksomheden gik hurtigere end ventet. Biotek-aktier

havde generelt et svagt år, men Genmab gik imod strømmen med en flot salgsudvikling i det nylancerede cancermedicin. Også flere andre stabile vækstaktier så som Coloplast, Novozymes og Chr. Hansen havde et svagt år. Omvendt havde industrisektoren generelt et godt aktieår på baggrund af stigende oliepriser og stigninger på visse råvarer. A. P. Møller-Mærsk aktien steg 26 pct. på trods af et historisk dårligt 2016-resultat. Stigningen i aktien skal derfor ses i sammenhæng med, at virksomheden i 2016 annoncerede en strømning af koncernstrukturen, således at fokus fremadrettet udelukkende er på transport. Herudover forventer flere analytikere stigende containerrater i 2017. Også bankerne endte året med stigninger på baggrund af stigende renter. De små og mellemstore selskaber havde overordnet et lidt bedre aktieår sammenlignet med de store C20-selskaber.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et negativt afkast på 0,27 pct., mens benchmark steg 3,22 pct. Afdelingens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har ikke indfriet vores forventning om moderat positivt afkast på grund af Brexit og usikkerheden om det fremtidige økonomiske samarbejde i Europa.

### Vurdering af resultatet

Afdelingen havde i 2016 positive bidrag fra materiale- og forbrugssektoren, herunder både stabilt og diskretionært forbrug. Omvendt havde afdelingen negative bidrag fra sundheds-, industri- og transportsektoren. På selskabsniveau var overvægtede i særlig DFDS, NKT, Pandora, Genmab samt undervægtede i Novozymes, og Nets medvirkende til positive afkastbidrag i forhold til afdelingens benchmark. På negativsiden trak undervægtede i Københavns Lufthavn, A. P. Møller-Mærsk og H. Lundbeck samt overvægtede i Bavarian Nordic, Torm og Per Aarsleff dog mere ned.

Afdelingen er aktivt styret, men den har en tracking error på under 3 procentpoint og en active share under 50, hvilket især kan tilskrives et "smalt" benchmark. De senere års afkast i forhold til benchmark viser, at afdelingens har en tilstrækkelig aktivitet til at kunne opfylde sin målsætning om at opnå et afkast, der er højere end afkastet på benchmark.

### Afdelingens profil

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

### Branchefordeling

Industri	32,2%
Sundhedspleje	26,6%
Finans	16,7%
Forbrugsgoder	7,2%
Konsumtvarer	6,3%
Øvrige inkl. likvide	11,0%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	1,36
Standardafvigelse	12,78
Tracking error	2,37
Information Ratio	1,02
Sharpe Ratio (benchm.)	1,23
Standardafvigelse (benchm.)	12,45
Active share	24,83

## Danmark – Akkumulerende KL

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Væksten i verdensøkonomien er fortsat positivt understøttet af en lempelig pengepolitik i såvel de udviklede økonomier som i emerging markets. Vækstniveauet i de udviklede økonomier er præget af diversitet de økonomiske regioner imellem. Europæisk økonomi er positivt understøttet af den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar, attraktive finansielle vilkår og afdæmpede inflationsforventninger. I USA er den økonomiske vækst pæn og arbejdsmarkedet stramt, og den Amerikanske Centralbank har genoptaget forhøjelserne af de ledende renter. Det er endnu ikke afklaret i detaljer, hvorledes den nyvalgte amerikanske præsident, Donald Trump, vil forvalte sit præsidentembede – herunder evt. ændre den førte økonomiske politik. Usikkerhed med hensyn til den økonomiske udvikling, tempoet i stramningen af pengepolitikken i USA samt mindre tiltro til længden af en fortsat lempelig pengepolitik i Europa vil kunne give anledning til en negativ stemning på aktiemarkederne i Europa og globalt.

De afledte effekter på de globale finansielle markeder af en stramning af pengepolitikken i USA og dermed en stigning i de ledende renter i takt med pæn økonomisk vækst har blandt andet medført, at renten på 10-årige statsobligationer er steget. Dette indikerer således et paradigmeskift efter en lang periode med rentefald. En intensivering i rentestigningerne blandt andet er drevet af ændringen i den førte økonomiske politik kan give usikkerhed på aktiemarkederne.

Udviklingen på råvaremarkederne – og i særdeleshed i olieprisen – samt valutabevægelser kan få såvel positive som negative afledte effekter på aktiemarkederne.

Endelig vil en række betydende folkeafstemninger i Europa, Storbritanniens forventede aktivering af artikel 50 i starten af 2017 og nyheder i relation til de politiske forhandlinger kunne påvirke aktiemarkederne negativt.

Afdelingen har en overvægt af industriselskaber og forbrugsrelaterede selskaber i forhold til benchmark. Derfor kan risikoen i porteføljen, ud over de selskabsspecifikke risici, knyttes til disse sektorerens cykliske karakter. Omvendt har afdelingen

en undervægt i den cykliske transportsektor. Undervægten i bankaktier repræsenterer ligeledes en vis risiko, såfremt renterne fortsætter den seneste tids stigninger. Renterne er dog faldet lidt tilbage fra midten af december.

### Forventninger til markedet samt strategi

Væksten i den globale økonomi er positiv drevet af en solid økonomisk udvikling i de udviklede økonomier samtidigt med, at den økonomiske vækst i emerging markets er stabiliseret. I Europa forventer vi fortsat meget lempelige finansielle vilkår. Dette er stimulerende for investerings- og forbrugslysten, samtidigt med at en fortsat svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar vil være understøttende for den økonomiske vækst i Europa og dermed skabe et fornuftigt indtjeningspotentiale. Dette kombineret med en attraktiv prisfastsættelse medfører, at vi forventer en moderat positiv udvikling på aktiemarkederne, men også markeder, der vil være præget af både stigende og faldende risikoappetit drevet af økonomiske og politiske nyheder globalt.

Indtjeningsfremgangen for de danske selskaber for det kommende regnskabsår forventes at være moderat positiv i underkanten af 10 pct. Vurderet på indtjeningsmultipler er det danske aktiemarked ikke aggressivt prisfastsat i forhold til det historiske gennemsnit, og givet de relativt høje vækstforventninger og en høj andel af defensive kvalitetsselskaber sammenlignet med andre aktiemarkeder, så fremstår prissætningen fair.

Porteføljen er overvægtet i industri- og forbrugssektorerne, herunder både diskretionært og stabilt forbrug. De største overvægte på aktieniveau er Vestas, Pandora, GN Store Nord, NKT og Bavarian Nordic. Porteføljens største undervægte er Novozymes, Københavns Lufthavne, H. Lundbeck, DONG Energy og A. P. Møller-Mærsk.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Danmark – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteudgifter	284	488	<b>Likvide midler:</b>		
2 Udbytter	62.649	150.384	Indestående i depotselskab	30.107	68.348
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>62.365</b>	<b>149.896</b>	<b>I alt likvide midler</b>	<b>30.107</b>	<b>68.348</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab:</b>			<b>Kapitalandele:</b>		
Kapitalandele	÷48.433	841.822	Not. aktier fra DK selskaber	2.360.884	3.193.972
4 Handelsomkostninger	÷1.342	÷1.741	Not. aktier fra udl. selskaber	85.126	106.656
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>÷49.776</b>	<b>840.082</b>	Unot. kap.andele fra DK selsk.	357	357
<b>I alt kapitalandele</b>	<b>2.446.367</b>	<b>3.300.985</b>			
5 Andre indtægter	242	792	<b>Andre aktiver:</b>		
<b>I alt indtægter</b>	<b>12.831</b>	<b>990.769</b>	Andre tilgodehavender	0	6
6 Administrationsomkostninger	37.918	40.898	Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	15.291
<b>Resultat før skat</b>	<b>÷25.087</b>	<b>949.872</b>	Aktuelle skatteaktiver	25	13
7 Skat	8.124	21.348	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>25</b>	<b>15.311</b>
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>÷33.211</b>	<b>928.524</b>	<b>Aktiver i alt</b>	<b>2.476.499</b>	<b>3.384.644</b>
<b>Resultatdisponering</b>					
Overført til formuen	÷33.211	928.524	<b>Passiver</b>		
<b>I alt disponeret</b>	<b>÷33.211</b>	<b>928.524</b>	8 Investorers formue	2.475.908	3.384.435
			<b>Anden gæld:</b>		
			Skyldige omkostninger	592	209
			<b>I alt anden gæld</b>	<b>592</b>	<b>209</b>
			<b>Passiver i alt</b>	<b>2.476.499</b>	<b>3.384.644</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	22,86	42,14	23,76	36,38	÷0,27
Benchmarkafkast (pct.)	23,81	38,30	17,22	30,83	3,22
Sharpe Ratio	0,33	0,58	2,33	2,55	1,36
Indre værdi (DKK pr. andel)	264,82	376,40	465,85	635,30	633,57
Nettoresultat (t.DKK)	376.112	741.356	523.231	928.524	÷33.211
Administrationsomkostninger (pct.)	1,24	1,25	1,25	1,30	1,35
ÅOP	1,55	1,57	1,52	1,47	1,46
Omsætningshastighed (antal gange)	0,24	0,26	0,16	0,22	0,25
Investorerers formue (t.DKK)	1.898.379	2.284.030	2.631.303	3.384.435	2.475.908
Antal andele	7.168.587	6.068.042	5.648.444	5.327.266	3.907.878
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

## Danmark – Akkumulerende KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	284	488
I alt renteudgifter	284	488

Note 2: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	58.165	138.012
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	4.301	3.958
Unoterede kapitalandele fra danske selskaber	0	51
Øvrige udbytter	182	8.362
I alt udbytter	62.649	150.384

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	+35.194	821.672
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	+13.239	20.219
Unoterede kapitalandele fra danske selskaber	0	+68
Handelsomkostninger	+1.342	+1.741
I alt kursgevinster og -tab	+49.776	840.082

Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	+2.269	+2.082
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	926	342
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+1.342	+1.741

Note 5: Andre indtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Brutto gebyrindtægt ved aktieudlån	347	853
Danske Bank A/S	+75	+44
Danske Invest Management A/S	+30	+17
I alt andre indtægter	242	792

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.
Revisionshonorar til revisorer	29	0	0	0
Øvrige omkostninger	44	0	27	0
Managementhonorar	35.042	0	37.731	0
Fast administrationshonorar	2.803	0	3.139	0
I alt opdelte adm.omk.	37.918	0	40.898	0
I alt adm.omkostninger		37.918		40.898

Note 7: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	8.124	21.348
I alt skat	8.124	21.348

Note 8: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo	5.327.266	3.384.435	5.648.444	2.631.303
Emissioner i året	101.888	62.650	91.114	52.675
Indløsninger i året	+1.521.276	+938.218	+412.292	+228.286
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		252		219
Overførsel af periodens resultat		+33.211		928.524
I alt investorenes formue	3.907.878	2.475.908	5.327.266	3.384.435

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,8	97,5
I alt finansielle instrumenter	98,8	97,5
Øvrige aktiver og passiver	1,2	2,5
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank	Markedsværdi	
Navn	2016	2015
Danske Bank	190.070	316.239

Aktieudlån i 1.000 DKK	2016	2015
Kursværdi af udlånte aktier	0	155.923

Sikkerhed for udlånte aktier i form af:	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	0	170.185
I alt sikkerhed	0	170.185

## Danmark Fokus KL

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

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Da afdelingen investerer i danske aktier samt øvrige aktier noteret på Nasdaq OMX Copenhagen A/S, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på danske aktier.

### Markedet

Det danske aktiemarked leverede et relativt beskedent afkast i 2016. Modsat de senere år har de danske aktier klaret sig ringere sammenlignet med de globale aktieindeks, særligt i forhold til det amerikanske marked og nye markeder. Inden for sundhedssektoren faldt Novo Nordisk-aktien 35 pct. på baggrund af forøget priskonkurrence på det vigtige amerikanske marked. Virksomheden måtte således nedjustere det langsigtede mål for vækst i primær drift hele to gange i løbet

af året. Omvendt steg H. Lundbeck 21 pct., da restruktureringen af virksomheden gik hurtigere end ventet. Biotek-aktier havde generelt et svagt år, men Genmab gik imod strømmen med en flot salgsudvikling i det nylancerede cancermedicin. Også flere andre stabile vækstaktier så som Coloplast, Novozymes og Chr. Hansen havde et svagt år. Omvendt havde industrisektoren generelt et godt aktieår på baggrund af stigende oliepriser og stigninger på visse råvarer. A. P. Møller-Mærsk aktien steg 26 pct. på trods af et historisk dårligt 2016-resultat. Stigningen i aktien skal derfor ses i sammenhæng med, at virksomheden i 2016 annoncerede en strømlining af koncernstrukturen, således at fokus fremadrettet udelukkende er på transport. Herudover forventer flere analytikere stigende containerrater i 2017. Også bankerne endte året med stigninger på baggrund af stigende renter. De små og mellemstore selskaber havde overordnet et lidt bedre aktieår sammenlignet med de store C20-selskaber.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et negativt afkast på 1,10 pct., mens benchmark steg 3,22 pct. Afdelingens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har ikke indfriet vores forventning om moderat positivt afkast på grund af Brexit og usikkerheden om det fremtidige økonomiske samarbejde i Europa.

### Vurdering af resultatet

Afdelingen havde i 2016 positive bidrag fra materiale- og forbrugssektoren, herunder både stabilt og diskretionært forbrug. Omvendt havde afdelingen negative bidrag fra sundheds-, industri- og transportsektoren. På selskabsniveau var overvægte i særlig NKT, Schouw & Co., Pandora, DFDS samt undervægte i Novozymes, Topdanmark, og Nets medvirkende til positive afkastbidrag i forhold til afdelingens benchmark. På negativsiden trak undervægte i Københavns Lufthavne, A. P. Møller-Mærsk, H. Lundbeck og Danske Bank samt overvægt i Bavarian Nordic, Torm og Højgaard Holding dog mere ned.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Væksten i verdensøkonomien er fortsat positivt understøttet af en lempelig pengepolitik i såvel de udviklede økonomier som

#### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: December 1998

Risikoindikator (1-7): 6

Benchmark: OMX Copenhagen Cap GI

Fondskode: DK0060244325

Porteføljerrådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

#### Branchefordeling

Industri	35,6%
Sundhedspleje	28,2%
Finans	10,6%
Forbrugsgoder	8,3%
Konsumentvarer	6,5%
Øvrige inkl. likvide	10,8%

#### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	1,43
Standardafvigelse	12,99
Tracking error	3,24
Information Ratio	1,21
Sharpe Ratio (benchm.)	1,23
Standardafvigelse (benchm.)	12,45
Active share	35,15



## Danmark Fokus KL

i emerging markets. Vækstniveauet i de udviklede økonomier er præget af diversitet de økonomiske regioner imellem. Europæisk økonomi er positivt understøttet af den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar, attraktive finansielle vilkår og afdæmpede inflationsforventninger. I USA er den økonomiske vækst pæn og arbejdsmarkedet stramt, og den Amerikanske Centralbank har genoptaget forhøjelserne af de ledende renter. Det er endnu ikke afklaret i detaljer, hvorledes den nyvalgte amerikanske præsident, Donald Trump, vil forvalte sit præsidentembede – herunder evt. ændre den førte økonomiske politik. Usikkerhed med hensyn til den økonomiske udvikling, tempoet i stramningen af pengepolitikken i USA samt mindre tiltro til længden af en fortsat lempelig pengepolitik i Europa vil kunne give anledning til en negativ stemning på aktiemarkederne i Europa og globalt.

De afledte effekter på de globale finansielle markeder af en stramning af pengepolitikken i USA og dermed en stigning i de ledende renter i takt med pæn økonomisk vækst har blandt andet medført, at renten på 10-årige statsobligationer er steget. Dette indikerer således et paradigmeskift efter en lang periode med rentefald. En intensivering i rentestigningerne blandt andet er drevet af ændringen i den førte økonomiske politik kan give usikkerhed på aktiemarkederne.

Udviklingen på råvaremarkederne – og i særdeleshed i olieprisen – samt valutabevægelser kan få såvel positive som negative afledte effekter på aktiemarkederne.

Endelig vil en række betydende folkeafstemninger i Europa, Storbritanniens forventede aktivering af artikel 50 i starten af 2017 og nyheder i relation til de politiske forhandlinger kunne påvirke aktiemarkederne negativt.

Afdelingen har en overvægt af industriselskaber og forbrugsrelaterede selskaber i forhold til benchmark. Derfor kan risikoen i porteføljen, ud over de selskabsspecifikke risici, knyttes til disse sektorer's cykliske karakter. Omvendt har afdelingen en undervægt i den cykliske transportsektor. Undervægten i bankaktier repræsenterer ligeledes en vis risiko, såfremt ren-

terne fortsætter den seneste tids stigninger. Renterne er dog faldet lidt tilbage fra midten af december.

### Forventninger til markedet samt strategi

Væksten i den globale økonomi er positiv drevet af en solid økonomisk udvikling i de udviklede økonomier samtidigt med, at den økonomiske vækst i emerging markets er stabiliseret. I Europa forventer vi fortsat meget lempelige finansielle vilkår. Dette er stimulerende for investerings- og forbrugslysten, samtidigt med at en fortsat svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar vil være understøttende for den økonomiske vækst i Europa og dermed skabe et fornuftigt indtjeningspotentiale. Dette kombineret med en attraktiv prisfastsættelse medfører, at vi forventer en moderat positiv udvikling på aktiemarkederne, men også markeder, der vil være præget af både stigende og faldende risikoappetit drevet af økonomiske og politiske nyheder globalt.

Indtjeningsfremgangen for de danske selskaber for det kommende regnskabsår forventes at være moderat positiv i underkanten af 10 pct. Vurderet på indtjeningsmultipler er det danske aktiemarked ikke aggressivt prisfastsat i forhold til det historiske gennemsnit, og givet de relativt høje vækstforventninger og en høj andel af defensive kvalitetsselskaber sammenlignet med andre aktiemarkeder, så fremstår pris-sætningen fair.

Porteføljen er overvægtet i industri- og forbrugssektorerne, herunder både diskretionært og stabilt forbrug. De største overvægte på aktieniveau er Vestas, Pandora, NKT, GN Store Nord og Bavarian Nordic. Porteføljens største undervægte er Danske Bank, Novozymes, Københavns Lufthavn, H. Lundbeck og A. P. Møller-Mærsk.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Danmark Fokus KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteudgifter	385	299	<b>Likvide midler:</b>		
2 Udbytter	85.228	101.476	Indestående i depotselskab	68.180	68.604
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>84.843</b>	<b>101.176</b>	<b>I alt likvide midler</b>	<b>68.180</b>	<b>68.604</b>
<b>Kursgevinster og -tab:</b>			<b>Kapitalandele:</b>		
3 Kapitalandele	÷76.402	1.029.180	Not. aktier fra DK selskaber	3.342.742	3.894.825
4 Handelsomkostninger	÷2.149	÷2.477	Not. aktier fra udl. selskaber	138.393	129.240
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>÷78.551</b>	<b>1.026.703</b>	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>3.481.134</b>	<b>4.024.064</b>
5 Andre indtægter	238	140	<b>Andre aktiver:</b>		
<b>I alt indtægter</b>	<b>6.530</b>	<b>1.128.020</b>	Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	2.085
6 Administrationsomkostninger	58.713	53.806	Aktuelle skatteaktiver	31	15
<b>Resultat før skat</b>	<b>÷52.182</b>	<b>1.074.214</b>	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>31</b>	<b>2.100</b>
7 Skat	111	1.142	<b>Aktiver i alt</b>	<b>3.549.345</b>	<b>4.094.769</b>
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>÷52.293</b>	<b>1.073.073</b>	<b>Passiver</b>		
<b>Resultatdisponering</b>			9 Investorerers formue	3.548.359	4.094.484
Foreslået udlodning	480.629	468.250	<b>Anden gæld:</b>		
Overført til udlodning næste år	260	523	Skyldige omkostninger	986	285
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	480.890	468.773	<b>I alt anden gæld</b>	<b>986</b>	<b>285</b>
Overført til formuen	÷533.183	604.300	<b>Passiver i alt</b>	<b>3.549.345</b>	<b>4.094.769</b>
<b>I alt disponeret</b>	<b>÷52.293</b>	<b>1.073.073</b>			

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	22,68	46,69	25,61	40,72	÷1,10
Benchmarkafkast (pct.)	23,81	38,30	17,22	30,83	3,22
Sharpe Ratio	0,32	0,58	2,42	2,73	1,43
Indre værdi (DKK pr. andel)	177,56	260,45	312,41	416,23	362,49
Nettoresultat (t.DKK)	131.347	349.278	385.767	1.073.073	÷52.293
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	13,20	21,60	47,60	49,10
Administrationsomkostninger (pct.)	1,55	1,56	1,55	1,58	1,61
ÅOP	1,88	1,91	1,88	1,73	1,72
Omsætningshastighed (antal gange)	0,29	0,41	0,34	0,27	0,31
Investorerers formue (t.DKK)	702.691	1.209.578	2.552.636	4.094.484	3.548.359
Antal andele	3.957.596	4.644.204	8.170.670	9.837.184	9.788.782
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

## Danmark Fokus KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	385	299
I alt renteudgifter	385	299

Note 2: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	77.448	93.714
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	6.646	7.610
Øvrige udbytter	1.134	151
I alt udbytter	85.228	101.476

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	÷ 50.338	1.005.444
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	÷ 26.065	23.736
Handelsomkostninger	÷ 2.149	÷ 2.477
I alt kursgevinster og -tab	÷ 78.551	1.026.703

Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷ 4.379	÷ 3.658
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	2.231	1.182
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷ 2.149	÷ 2.477

Note 5: Andre indtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Brutto gebyrindtægt ved aktieudlån	343	195
Danske Bank A/S	÷ 75	÷ 39
Danske Invest Management A/S	÷ 30	÷ 16
I alt andre indtægter	238	140

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.
Revisionshonorar til revisorer	15	0	0	0
Øvrige omkostninger	235	0	142	0
Managementhonorar	54.809	0	50.262	0
Fast administrationshonorar	3.654	0	3.402	0
I alt opdeltede adm.omk.	58.713	0	53.806	0
I alt adm.omkostninger		58.713		53.806

Note 7: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	111	1.142
I alt skat	111	1.142

Note 8: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK	2016	2015
Renter og udbytter	84.843	101.176
Ikke refunderbar udbytteskat	÷ 111	÷ 1.142
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	223	424
Kursgevinst til udlodning	466.232	371.597
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	÷ 13.190	55.551
Udlodning overført fra sidste år	523	514
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	538.521	528.121
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	58.713	53.806
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	1.081	÷ 5.542
I alt til rådighed for udlodning netto	480.890	468.773

Note 9: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo	9.837.184	4.094.484	8.170.670	2.552.636
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		÷ 468.250		÷ 176.486
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		3.873		÷ 4.950
Emissioner i året	2.874.249	1.020.168	2.125.596	821.922
Indløsninger i året	÷ 2.922.651	÷ 1.050.802	÷ 459.082	÷ 172.378
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		1.178		667
Foreslået udlodning		480.629		468.250
Overførsel af periodens resultat		÷ 533.183		604.300
Overført til udlodning næste år		260		523
I alt investorernes formue	9.788.782	3.548.359	9.837.184	4.094.484

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
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

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank	Markedsværdi	
Navn	2016	2015
Danske Bank	164.731	381.333

Aktieudlån i 1.000 DKK	2016	2015
Kursværdi af udlånte aktier	0	190.226

Sikkerhed for udlånte aktier i form af:	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	0	210.446
I alt sikkerhed	0	210.446

## Danmark Indeks KL

Investerer indeksbaseret i danske aktier samt øvrige aktier, noteret på Nasdaq OMX Copenhagen A/S.

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Da afdelingen investerer i danske aktier samt øvrige aktier noteret på Nasdaq OMX Copenhagen A/S, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på danske aktier.

### Markedet

Det danske aktiemarked leverede et relativt beskedent afkast i 2016. Modsat de senere år har de danske aktier klaret sig ringere sammenlignet med de globale aktieindeks, særligt i forhold til det amerikanske marked og nye markeder. Inden for sundhedssektoren faldt Novo Nordisk-aktien 35 pct. på baggrund af forøget priskonkurrence på det vigtige amerikanske marked. Virksomheden måtte således nedjustere det langsigtede mål for vækst i primær drift hele to gange i løbet

af året. Omvendt steg H. Lundbeck 21 pct., da restruktureringen af virksomheden gik hurtigere end ventet. Biotek-aktier havde generelt et svagt år, men Genmab gik imod strømmen med en flot salgsudvikling i det nylancerede cancermedicin. Også flere andre stabile vækstaktier så som Coloplast, Novozymes og Chr. Hansen havde et svagt år. Omvendt havde industrisektoren generelt et godt aktieår på baggrund af stigende oliepriser og stigninger på visse råvarer. A. P. Møller-Mærsk aktien steg 26 pct. på trods af et historisk dårligt 2016-resultat. Stigningen i aktien skal derfor ses i sammenhæng med, at virksomheden i 2016 annoncerede en strømning af koncernstrukturen, således at fokus fremadrettet udelukkende er på transport. Herudover forventer flere analytikere stigende containerrater i 2017. Også bankerne endte året med stigninger på baggrund af stigende renter. De små og mellemstore selskaber havde overordnet et lidt bedre aktieår sammenlignet med de store C20-selskaber.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 2,53 pct., mens benchmark steg 3,22 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark, og har indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en stabilisering af råvarepriserne, fortsat lave renter og god økonomisk vækst.

### Vurdering af resultatet

Der var en tilfredsstillende overensstemmelse mellem afdelingens afkast og udviklingen i benchmark.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Væksten i verdensøkonomien er fortsat positivt understøttet af en lempelig pengepolitik i såvel de udviklede økonomier som i emerging markets. Vækstniveauet i de udviklede økonomier er præget af diversitet de økonomiske regioner imellem. Europæisk økonomi er positivt understøttet af den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar, attraktive finansielle vilkår og afdæmpede inflationsforventninger. I USA er den økonomiske vækst pæn og arbejdsmarkedet stramt, og den Amerikanske Centralbank har genoptaget forhøjelserne af de

#### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Oktober 1985

Risikoindikator (1-7): 6

Benchmark: OMX Copenhagen Cap GI

Fondskode: DK0010266238

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

#### Branchefordeling

Industri	28,0%
Sundhedspleje	26,2%
Finans	18,0%
Materialer	6,4%
Konsumentvarer	6,2%
Øvrige inkl. likvide	15,2%

#### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	1,18
Standardafvigelse	12,41
Tracking error	0,23
Information Ratio	+3,47
Sharpe Ratio (benchm.)	1,23
Standardafvigelse (benchm.)	12,45
Active share	1,16

## Danmark Indeks KL

ledende renter. Det er endnu ikke afklaret i detaljer, hvorledes den nyvalgte amerikanske præsident, Donald Trump, vil forvalte sit præsidentembede – herunder evt. ændre den førte økonomiske politik. Usikkerhed med hensyn til den økonomiske udvikling, tempoet i stramningen af pengepolitikken i USA samt mindre tiltro til længden af en fortsat lempelig pengepolitik i Europa vil kunne give anledning til en negativ stemning på aktiemarkederne i Europa og globalt.

De afledte effekter på de globale finansielle markeder af en stramning af pengepolitikken i USA og dermed en stigning i de ledende renter i takt med pæn økonomisk vækst har blandt andet medført, at renten på 10-årige statsobligationer er steget. Dette indikerer således et paradigmeskift efter en lang periode med rentefald. En intensivering i rentestigningerne blandt andet er drevet af ændringen i den førte økonomiske politik kan give usikkerhed på aktiemarkederne.

Udviklingen på råvaremarkederne – og i særdeleshed i olieprisen – samt valutabevægelser kan få såvel positive som negative afledte effekter på aktiemarkederne.

Endelig vil en række betydende folkeafstemninger i Europa, Storbritanniens forventede aktivering af artikel 50 i starten af 2017 og nyheder i relation til de politiske forhandlinger kunne påvirke aktiemarkederne negativt.

### Forventninger til markedet samt strategi

Væksten i den globale økonomi er positiv drevet af en solid økonomisk udvikling i de udviklede økonomier samtidigt med, at den økonomiske vækst i emerging markets er stabiliseret. I Europa forventer vi fortsat meget lempelige finansielle vilkår. Dette er stimulerende for investerings- og forbrugslysten, samtidigt med at en fortsat svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar vil være understøttende for den økonomiske vækst i Europa og dermed skabe et fornuftigt indtjeningspotential. Dette kombineret med en attraktiv prisfastsættelse medfører, at vi forventer en moderat positiv udvikling på aktiemarkederne, men også markeder, der vil være præget af både stigende og faldende risikoappetit drevet af økonomiske og politiske nyheder globalt.

Indtjeningsfremgangen for de danske selskaber for det kommende regnskabsår forventes at være moderat positiv i underkanten af 10 pct. og 10 pct. for 2018. Vurderet på indtjeningsmultipler er det danske aktiemarked ikke aggressivt prisfastsat i forhold til det historiske gennemsnit, og givet de relativt høje vækstforventninger og en høj andel af defensive kvalitetsselskaber sammenlignet med andre aktiemarkeder, så fremstår prissætningen fair.

Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger udviklingen i det valgte benchmark. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et afkast, der er lidt lavere end udviklingen i det valgte benchmark, idet omkostningerne trækkes fra i afkastet.

## Danmark Indeks KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015	31.12.2016	31.12.2015	
	1.000 DKK	1.000 DKK	1.000 DKK	1.000 DKK	
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteudgifter	18	23	<b>Likvide midler:</b>		
2 Udbytter	16.799	27.501	Indestående i depotselskab		
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>16.782</b>	<b>27.478</b>	<b>I alt likvide midler</b>		
			1.356 2.015		
			1.356 2.015		
<b>3 Kursgevinster og -tab:</b>			<b>Kapitalandele:</b>		
Kapitalandele	3.366	181.939	Not. aktier fra DK selskaber		
4 Handelsomkostninger	÷350	÷185	Not. aktier fra udl. selskaber		
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>3.016</b>	<b>181.754</b>	Unot. kap.andele fra DK selsk.		
			441 441		
			<b>I alt kapitalandele</b>		
5 Andre indtægter	377	547	701.846 799.149		
<b>I alt indtægter</b>	<b>20.175</b>	<b>209.778</b>	<b>Andre aktiver:</b>		
			Andre tilgodehavender		
6 Administrationsomkostninger	4.194	4.501	0 2		
			Aktuelle skatteaktiver		
<b>Resultat før skat</b>	<b>15.981</b>	<b>205.277</b>	2 1		
			<b>I alt andre aktiver</b>		
7 Skat	÷62	184	2 3		
			<b>Aktiver i alt</b>		
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>16.043</b>	<b>205.093</b>	<b>703.203 801.166</b>		
			<b>Passiver</b>		
<b>Resultatdisponering</b>			9 <b>Investorerens formue</b>		
Foreslået udlodning	130.784	130.570	703.087 801.133		
Overført til udlodning næste år	292	62			
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	131.076	130.632	<b>Anden gæld:</b>		
Overført til formuen	÷115.034	74.460	Skyldige omkostninger		
			116 33		
<b>I alt disponeret</b>	<b>16.043</b>	<b>205.093</b>	<b>I alt anden gæld</b>		
			116 33		
			<b>Passiver i alt</b>		
			<b>703.203 801.166</b>		

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	23,84	38,15	16,41	29,86	2,53
Benchmarkafkast (pct.)	23,81	38,30	17,22	30,83	3,22
Sharpe Ratio	0,38	0,63	2,22	2,15	1,18
Indre værdi (DKK pr. andel)	140,08	180,74	193,47	228,86	195,68
Nettoresultat (t.DKK)	131.289	208.909	104.241	205.093	16.043
Udbytte (DKK pr. andel)	10,25	15,90	21,70	37,30	36,40
Administrationsomkostninger (pct.)	0,55	0,58	0,56	0,57	0,59
ÅOP	0,85	0,85	0,83	0,65	0,67
Omsætningshastighed (antal gange)	0,04	0,06	0,09	0,12	0,25
Investorerens formue (t.DKK)	602.632	673.631	691.888	801.133	703.087
Antal andele	4.302.151	3.727.040	3.576.163	3.500.544	3.592.980
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

## Danmark Indeks KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	18	23
I alt renteudgifter	18	23

Note 2: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	15.618	25.808
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	909	1.050
Unoterede kapitalandele fra danske selskaber	0	63
Øvrige udbytter	273	580
I alt udbytter	16.799	27.501

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	4.083	179.520
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	÷717	2.503
Unoterede kapitalandele fra danske selskaber	0	÷84
Handelsomkostninger	÷350	÷185
I alt kursgevinster og -tab	3.016	181.754

Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷443	÷239
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	93	54
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷350	÷185

Note 5: Andre indtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Brutto gebyrindtægt ved aktieudlån	542	694
Danske Bank A/S	÷118	÷105
Danske Invest Management A/S	÷47	÷42
I alt andre indtægter	377	547

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015		
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Revisionshonorar til revisorer	6	0	0	0
Øvrige omkostninger	58	0	36	0
Managementhonorar	3.347	0	3.603	0
Fast administrationshonorar	783	0	862	0
I alt opdelte adm.omk.	4.194	0	4.501	0
I alt adm.omkostninger		4.194		4.501

Note 7: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	÷62	184
I alt skat	÷62	184

Note 8: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK	2016	2015
Renter og udbytter	16.782	27.478
Ikke refunderbar udbytteskat	62	÷184
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	376	569
Kursgevinst til udlodning	116.520	110.619
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter; udbytter og kursgevinster	1.477	÷3.524
Udlodning overført fra sidste år	62	72
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	135.279	135.029
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	4.194	4.501
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷8	104
I alt til rådighed for udlodning netto	131.076	130.632

Note 9: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo	3.500.544	801.133	3.576.163	691.888
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		÷130.570		÷77.603
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		934		÷1.067
Emissioner i året	361.300	68.435	161.692	34.636
Indløsninger i året	÷268.864	÷52.981	÷237.311	÷51.913
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		94		100
Foreslået udlodning		130.784		130.570
Overførsel af periodens resultat		÷115.034		74.460
Overført til udlodning næste år		292		62
I alt investorernes formue	3.592.980	703.087	3.500.544	801.133

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,8	99,7
Øvrige finansielle instrumenter	0,1	0,1
I alt finansielle instrumenter	99,8	99,8
Øvrige aktiver og passiver	0,2	0,2
I alt	100,0	100,0

### Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi 2016	Markedsværdi 2015
Danske Bank	62.846	71.918
Aktieudlån i 1.000 DKK	2016	2015
Kursværdi af udlånte aktier	0	25.283

### Sikkerhed for udlånte aktier i form af:

Noterede obligationer fra danske udstedere	0	26.548
I alt sikkerhed	0	26.548

## Danmark Indeks Small Cap KL

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

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Afdelingen investerer fortrinsvis i mindre og mellemstore danske aktier. Afdelingen omfatter investering i aktier, som på købstidspunktet indgår i KFMX-aktieindeks eller i aktier, som NASDAQ OMX Copenhagen A/S har offentliggjort, vil komme til at indgå i indekset. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til kursudviklingen på danske small cap-aktier.

### Markedet

Det danske aktiemarked leverede et relativt beskedent afkast i 2016. Modsat de senere år har de danske aktier klaret sig ringere sammenlignet med de globale aktieindeks, særligt i forhold til det amerikanske marked og nye markeder. Inden for sundhedssektoren faldt Novo Nordisk-aktien 35 pct.

på baggrund af forøget priskonkurrence på det vigtige amerikanske marked. Virksomheden måtte således nedjustere det langsigtede mål for vækst i primær drift hele to gange i løbet af året. Omvendt steg H. Lundbeck 21 pct., da restruktureringen af virksomheden gik hurtigere end ventet. Biotek-aktier havde generelt et svagt år, men Genmab gik imod strømmen med en flot salgsudvikling i det nylancerede cancermedicin. Også flere andre stabile vækstaktier så som Coloplast, Novozymes og Chr. Hansen havde et svagt år. Omvendt havde industri-sektoren generelt et godt aktieår på baggrund af stigende oliepriser og stigninger på visse råvarer. A. P. Møller-Mærsk aktien steg 26 pct. på trods af et historisk dårligt 2016-resultat. Stigningen i aktien skal derfor ses i sammenhæng med, at virksomheden i 2016 annoncerede en strømning af koncernstrukturen, således at fokus fremadrettet udelukkende er på transport. Herudover forventer flere analytikere stigende containerrater i 2017. Også bankerne endte året med stigninger på baggrund af stigende renter. De små og mellemstore selskaber havde overordnet et lidt bedre aktieår sammenlignet med de store C20-selskaber.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 5,91 pct., mens benchmark steg 7,02 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark, og har indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en stabilisering af råvarepriserne, fortsat lave renter og god økonomisk vækst.

### Vurdering af resultatet

Der var en tilfredsstillende overensstemmelse mellem afdelingens afkast og udviklingen i benchmark. Afvigelsen i afdelingens afkast i forhold til udviklingen i benchmarket skyldes primært lovmæssige placeringsregler for investeringsforeningerne, der betyder, at der maksimalt må investeres 10 pct. i et selskab. I benchmarket har H. Lundbeck og efterfølgende DONG i en længere periode ligget med en vægt over 10 pct. Dette har betydet, at disse aktier har været undervægtet i forhold til indekset og en stor del af de andre aktier har været overvægtet.

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Maj 1999

Risikoindikator (1-7): 5

Benchmark: OMX Copenhagen Ex OMXC20 Index GI

Fondskode: DK0060244242

Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Branchefordeling

Industri	34,0%
Finans	30,8%
Konsumentvarer	12,0%
Sundhedspleje	10,6%
Informationsteknologi	4,2%
Øvrige inkl. likvide	8,4%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	1,20
Standardafvigelse	12,30
Tracking error	1,32
Information Ratio	-0,88
Sharpe Ratio (benchm.)	1,23
Standardafvigelse (benchm.)	12,78
Active share	2,11



## Danmark Indeks Small Cap KL

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Væksten i verdensøkonomien er fortsat positivt understøttet af en lempelig pengepolitik i såvel de udviklede økonomier som i emerging markets. Vækstniveauet i de udviklede økonomier er præget af diversitet de økonomiske regioner imellem. Europæisk økonomi er positivt understøttet af den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar, attraktive finansielle vilkår og afdæmpede inflationsforventninger. I USA er den økonomiske vækst pæn og arbejdsmarkedet stramt, og den Amerikanske Centralbank har genoptaget forhøjelserne af de ledende renter. Det er endnu ikke afklaret i detaljer, hvorledes den nyvalgte amerikanske præsident, Donald Trump, vil forvalte sit præsidentembede – herunder evt. ændre den førte økonomiske politik. Usikkerhed med hensyn til den økonomiske udvikling, tempoet i stramningen af pengepolitikken i USA samt mindre tiltro til længden af en fortsat lempelig pengepolitik i Europa vil kunne give anledning til en negativ stemning på aktiemarkederne i Europa og globalt.

De afledte effekter på de globale finansielle markeder af en stramning af pengepolitikken i USA og dermed en stigning i de ledende renter i takt med pæn økonomisk vækst har blandt andet medført, at renten på 10-årige statsobligationer er steget. Dette indikerer således et paradigmeskift efter en lang periode med rentefald. En intensivering i rentestigningerne blandt andet er drevet af ændringen i den førte økonomiske politik kan give usikkerhed på aktiemarkederne.

Udviklingen på råvaremarkederne – og i særdeleshed i olieprisen – samt valutabevægelser kan få såvel positive som negative afledte effekter på aktiemarkederne.

Endelig vil en række betydende folkeafstemninger i Europa, Storbritanniens forventede aktivering af artikel 50 i starten af 2017 og nyheder i relation til de politiske forhandlinger kunne påvirke aktiemarkederne negativt.

### Forventninger til markedet samt strategi

Væksten i den globale økonomi er positiv drevet af en solid økonomisk udvikling i de udviklede økonomier samtidigt med, at den økonomiske vækst i emerging markets er stabiliseret. I Europa forventer vi fortsat meget lempelige finansielle vilkår. Dette er stimulerende for investerings- og forbrugslysten, samtidigt med at en fortsat svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar vil være understøttende for den økonomiske vækst i Europa og dermed skabe et fornuftigt indtjeningspotentialer. Dette kombineret med en attraktiv prisfastsættelse medfører, at vi forventer en moderat positiv udvikling på aktiemarkederne, men også markeder, der vil være præget af både stigende og faldende risikoappetit drevet af økonomiske og politiske nyheder globalt.

Indtjeningsfremgangen for de danske selskaber for det kommende regnskabsår forventes at være moderat positiv i underkanten af 10 pct. og 10 pct. for 2018. Vurderet på indtjeningsmultipler er det danske aktiemarked ikke aggressivt prisfastsat i forhold til det historiske gennemsnit, og givet de relativt høje vækstforventninger og en høj andel af defensive kvalitetsselskaber sammenlignet med andre aktiemarkeder, så fremstår prissætningen fair.

Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger udviklingen i det valgte benchmark. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et afkast, der er lidt lavere end udviklingen i det valgte benchmark, idet omkostningerne trækkes fra i afkastet.

## Danmark Indeks Small Cap KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteudgifter	6	15	<b>Likvide midler:</b>		
2 Udbytter	3.652	5.341	Indestående i depotselskab	932	731
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>3.646</b>	<b>5.326</b>	<b>I alt likvide midler</b>	<b>932</b>	<b>731</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab:</b>			<b>Kapitalandele:</b>		
Kapitalandele	7.259	47.953	Not. aktier fra DK selskaber	134.452	190.009
4 Håndelsomkostninger	÷246	÷26	Not. aktier fra udl. selskaber	14.129	9.121
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>7.012</b>	<b>47.927</b>	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>148.580</b>	<b>199.130</b>
5 Andre indtægter	442	394	<b>Andre aktiver:</b>		
<b>I alt indtægter</b>	<b>11.101</b>	<b>53.647</b>	Aktuelle skatteaktiver	2	1
6 Administrationsomkostninger	1.071	975	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>2</b>	<b>1</b>
<b>Resultat før skat</b>	<b>10.030</b>	<b>52.672</b>	<b>Aktiver i alt</b>	<b>149.515</b>	<b>199.862</b>
7 Skat	30	29	<b>Passiver</b>		
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>10.000</b>	<b>52.644</b>	9 Investorers formue	149.445	199.853
<b>Resultatdisponering</b>			<b>Anden gæld:</b>		
Foreslået udlodning	8.109	0	Skyldige omkostninger	70	9
Overført til udlodning næste år	23	÷27.776	<b>I alt anden gæld</b>	<b>70</b>	<b>9</b>
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	8.132	÷27.776	<b>Passiver i alt</b>	<b>149.515</b>	<b>199.862</b>
Overført til formuen	1.868	80.420			
<b>I alt disponeret</b>	<b>10.000</b>	<b>52.644</b>			

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	4,12	47,77	4,99	40,12	5,91
Benchmarkafkast (pct.)	16,51	47,05	6,03	41,46	7,02
Sharpe Ratio	0,10	0,29	1,46	2,65	1,20
Indre værdi (DKK pr. andel)	90,36	131,30	137,84	193,15	204,56
Nettoresultat (t.DKK)	382	16.028	2.486	52.644	10.000
Udbytte (DKK pr. andel)	1,75	0,00	0,00	0,00	11,10
Administrationsomkostninger (pct.)	1,64	0,75	0,56	0,59	0,62
ÅOP	2,24	0,99	0,96	0,72	0,82
Omsætningshastighed (antal gange)	1,13	0,49	0,42	0,09	0,80
Investorers formue (t.DKK)	30.261	77.267	129.419	199.853	149.445
Antal andele	334.898	588.500	938.880	1.034.701	730.558
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

## Danmark Indeks Small Cap KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	6	15
I alt renteudgifter	6	15

Note 2: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	3.449	4.565
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	128	105
Øvrige udbytter	76	670
I alt udbytter	3.652	5.341

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	7.960	46.089
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	÷701	1.864
Handelsomkostninger	÷246	÷26
I alt kursgevinster og -tab	7.012	47.927

Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷319	÷49
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	72	23
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷246	÷26

Note 5: Andre indtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Brutto gebyrindtægt ved aktieudlån	635	547
Danske Bank A/S	÷138	÷109
Danske Invest Management A/S	÷55	÷44
I alt andre indtægter	442	394

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	65	0	39	0
Managementhonorar	815	0	756	0
Fast administrationshonorar	191	0	180	0
I alt opdelte adm.omk.	1.071	0	975	0
I alt adm.omkostninger		1.071		975

Note 7: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	30	29
I alt skat	30	29

Note 8: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK	2016	2015
Renter og udbytter	3.646	5.326
Ikke refunderbar udbytteskat	÷30	÷29
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	441	408
Kursgevinst til udlodning	32.725	6.195
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	3	÷2.777
Udlodning overført fra sidste år	÷27.776	÷36.899
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	9.009	÷27.776
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	1.071	975
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	193	÷71
I alt til rådighed for udlodning, brutto	8.132	÷28.822
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	0	÷1.046
I alt til rådighed for udlodning, netto	8.132	÷27.776

Note 9: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerens formue primo	1.034.701	199.853	938.880	129.419
Emissioner i året	56.738	10.907	135.872	23.595
Indløsninger i året	÷360.881	÷71.406	÷40.051	÷5.889
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		91		85
Foreslået udlodning		8.109		0
Overførsel af periodens resultat		1.868		80.420
Overført til udlodning næste år		23		÷27.776
I alt investorenes formue	730.558	149.445	1.034.701	199.853

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,4	99,6
I alt finansielle instrumenter	99,4	99,6
Øvrige aktiver og passiver	0,6	0,4
I alt	100,0	100,0

Aktieudlån i 1.000 DKK	2016	2015
Kursværdi af udlånte aktier	0	36.906

Sikkerhed for udlånte aktier i form af:	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	0	39.580
I alt sikkerhed	0	39.580

## Dannebrog Mellemlange Obligationer KL

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

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Da afdelingen investerer i obligationer udstedt i danske kroner eller euro (minimum 90 pct. af afdelingens formue skal være danske obligationer), har afdelingen primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den danske rente. Afdelingen afdækker eventuel valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet.

### Markedet

2016 blev et begivenhedsrigt år, idet året startede med bekymringer for recession i USA, delvist på grund af en styrket USD, og ikke mindst på grund af kollapsedet i energiinvesteringerne som konsekvens af det store fald i olieprisen. Renterne reagerede over en bred kam med at falde grundet de negative vækstforventninger. Dette billede blev yderligere

forstærket af det overraskende nej til EU fra britisk side ved folkeafstemningen i juni. Da den europæiske centralbank (ECB) samtidig i hele perioden, via deres obligationsopkøbsprogram opkøbte store mængder obligationer for at stimulere økonomien, faldt renterne løbende. Rente på den danske toneangivende 10-årige statsobligation satte således en ny historisk bundrekord i september med en negativ rente på 0,06 pct. Ved årets afslutning var krisefrygten afløst af spirende vækstforventninger. Trumps overraskende valgsejr resulterede kortvarigt i aktiekursfald og faldende renter. Hurtigt ændredes markedsstemningen. Optimisme og fornyet tro på økonomisk vækst, samt stigende inflation medførte stigende aktiekurser og stigende renter mod slutningen af året. Rente på en 2-årig dansk statsobligation faldt hen over året med 0,35 procentpoint og endte året i -0,59 pct., mens renten på den toneangivende 10-årige danske statsobligation faldt med 0,59 procentpoint til 0,33 pct.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et positivt afkast på 3,43 pct., mens benchmarket steg 2,75 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurrenter, og har indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet lavere renter og højere merafkast på realkreditobligationer i forhold til sammenlignelige danske statsobligationer.

### Vurdering af resultatet

De faldende renter hen over året medførte de bedste afkast i afdelingens lange obligationer. De højeste afkast blev derfor opnået i statsobligationer med 10 og 30 års restløbetid, og de helt lange 30-årige realkreditobligationer med kuponrenter på 2,5 pct. eller derunder. Disse obligationer gav i årets løb et afkast mellem 6 og 12 pct. I den modsatte retning trak beholdningen af helt korte obligationer og obligationer med variabel rente. Denne type obligationer er meget kursstabile, og nød derfor ikke helt så godt af den faldende rente. Gennem året havde afdelingen en overvægt af realkreditobligationer og en undervægt af danske statsobligationer set i forhold til benchmark. Dette bidrog positivt til afkastet, da realkreditobligationer i gennemsnit gav det bedste afkast. Hen over året

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: April 1986

Risikoindikator (1-7): 2

Benchmark: Danske Capital Constant Maturity 4,0 years

Fondskode: DK0010078070

Porteføljerrådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Varigheder

0-1 år	23,4%
1-3 år	26,4%
3-5 år	13,5%
5-10 år	31,6%
Over 10 år	4,8%
Øvrige inkl. likvide	0,3%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	1,44
Standardafvigelse	2,01
Tracking error	0,41
Information Ratio	0,08
Sharpe Ratio (benchm.)	1,39
Standardafvigelse (benchm.)	2,06

## Dannebrog Mellemlange Obligationer KL

var renterisikoen i afdelingen en anelse højere end benchmark. Dette var, sammen med overvægten af realkreditobligationer, hovedforklaringen på det højere afkast set i forhold til benchmark.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Vi forventer, at den spirende vækst i verdensøkonomien vil fortsætte i 2017 – men dog ikke uden forhindringer. De ekstremt lave renter, som verdens centralbanker har fastholdt, ser nu ud til at nærme sig sin afslutning. Den amerikanske centralbank (Fed) har signaleret en ende på den lempelige pengepolitik, ved som ventet at hæve renten med 0,25 procentpoint i december 2016. ECB har dog omvendt signaleret uforandrede renter og forlænget deres opkøbsprogram af obligationer, så det nu kommer til at løbe gennem hele 2017. En bedring af de økonomiske udsigter forventes at medføre stigende renter. 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. Set i et historisk perspektiv er det danske renteniveau meget lavt, og selv en svag rentestigning vil derfor kunne mindske et positivt afkast i 2017.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer overordnet vækst i verdensøkonomien og svagt stigende renter. Specielt ventes de amerikanske renter at stige. ECB har tidligere udmeldt en lempelig pengepolitik for 2017, så i Europa og Danmark forventer vi kun mindre udsving i forhold til renteniveauet ved udgangen af 2016. Afdelingen har en overvægt af realkreditobligationer og en svag overvægt af renterisiko set i forhold til benchmark. Vi forventer, at renteforskellen mellem statsobligationer og realkreditobligationer forbliver nogenlunde uændret gennem 2017, men på grund af realkreditobligationernes merrente forventer vi, at realkreditobligationer vil give det højeste afkast.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling. Da 2017 samtidig er et valgår i en del europæiske lande, samler usikkerheden sig også om resultatet af disse valg.

## Dannebrog Mellemlange Obligationer KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015	31.12.2016	31.12.2015	
	1.000 DKK	1.000 DKK	1.000 DKK	1.000 DKK	
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	136.855	178.353	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	140	891	Indestående i depotselskab 7.354 93.759		
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>136.715</b>	<b>177.462</b>	<b>I alt likvide midler</b> 7.354 93.759		
<b>3 Kursgevinster og -tab:</b>			<b>Obligationer:</b>		
Obligationer	163.630	÷166.392	Not. obl. fra danske udstedere 6.695.928 7.582.598		
Afledte finansielle instr.	4.431	÷5.172	Not. obl. fra udl. udstedere 369.801 399.515		
4 Handelsomkostninger	0	0	<b>I alt obligationer</b> 7.065.729 7.982.113		
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>168.061</b>	<b>÷171.564</b>	<b>Afl. finansielle instr.:</b>		
<b>I alt indtægter</b>	<b>304.776</b>	<b>5.898</b>	Unot. afl. finansielle instr. ÷57 0		
5 Administrationsomkostninger	44.421	48.201	<b>I alt afledte finansielle instr.</b> ÷57 0		
<b>Resultat før skat</b>	<b>260.355</b>	<b>÷42.303</b>	<b>Andre aktiver:</b>		
Skat	0	0	Tilg.hav. renter, udbytter m.m. 45.597 47.252		
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>260.355</b>	<b>÷42.303</b>	Mellemvær. vedr. handelsafv. 204.267 0		
<b>Resultatdisponering</b>			<b>I alt andre aktiver</b> 249.864 47.252		
Foreslået udlodning	80.548	211.439	<b>Aktiver i alt</b> 7.322.890 8.123.124		
Udbetalt acontoudlodning	52.798	84.900	<b>Passiver</b>		
Overført til udlodning næste år	6.391	3.830	<b>7 Investorerens formue</b> 7.089.964 7.874.625		
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	139.737	300.168	<b>Anden gæld:</b>		
Overført til formuen	120.618	÷342.471	Skyldige omkostninger 685 298		
<b>I alt disponeret</b>	<b>260.355</b>	<b>÷42.303</b>	Mellemvær. vedr. handelsafv. 232.189 248.137		
			Ikke hævet udl. fra tidl. år 51 63		
			<b>I alt anden gæld</b> 232.926 248.499		
			<b>Passiver i alt</b> 7.322.890 8.123.124		

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	5,39	0,18	6,05	÷0,59	3,43
Benchmarkafkast (pct.)	3,65	÷1,03	6,32	÷0,29	2,75
Sharpe Ratio	2,22	1,47	1,89	0,81	1,44
Indre værdi (DKK pr. andel)	101,50	98,48	101,46	96,83	96,82
Nettoresultat (t.DKK)	911.241	16.623	641.326	÷42.303	260.355
Udbytte (DKK pr. andel)	3,35	3,00	4,10	3,60	1,80
Administrationsomkostninger (pct.)	0,55	0,54	0,55	0,55	0,59
ÅOP	0,76	0,71	0,72	0,62	0,62
Omsætningshastighed (antal gange)	0,37	0,09	0,17	0,44	0,61
Investorerens formue (t.DKK)	16.634.960	12.436.191	9.746.252	7.874.625	7.089.964
Antal andele	163.896.909	126.275.453	96.061.385	81.322.569	73.225.058
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

## Dannebrog Mellemlange Obligationer KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	127.927	163.155
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	8.865	15.173
Andre renteindtægter	63	26
I alt renteindtægter	136.855	178.353

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	140	891
I alt renteudgifter	140	891

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	166.246	÷ 155.817
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	÷ 2.616	÷ 10.575
Renteopretninger	4.431	÷ 5.172
I alt kursgevinster og -tab	168.061	÷ 171.564

Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
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	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	36.892	0	39.437	0
Fast administrationshonorar	7.529	0	8.764	0
I alt opdelte adm.omk.	44.421	0	48.201	0
I alt adm.omkostninger		44.421		48.201

Note 6: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK	2016	2015
Renter og udbytter	136.715	177.462
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	0	891
Kursgevinst til udlodning	50.269	189.682
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	÷ 8.567	÷ 31.104
Udlodning overført fra sidste år	3.830	7.961
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	182.247	344.892
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	44.421	48.201
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	1.911	3.476
I alt til rådighed for udlodning, netto	139.737	300.168

Note 7: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerers formue primo	81.322.569	7.874.625	96.061.385	9.746.252
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷ 211.439		÷ 297.790
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		6.644		15.266
Emissioner i året	129.474	12.550	96.258	9.578
Indløsninger i året	÷ 8.226.985	÷ 800.756	÷ 14.835.074	÷ 1.472.888
Netto emissionsstillæg og indløsningsfradrag		783		1.410
Foreslået udlodning		80.548		211.439
Overførsel af periodens resultat		120.618		÷ 342.471
Overført til udlodning næste år		6.391		3.830
I alt investorernes formue	73.225.058	7.089.964	81.322.569	7.874.625

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,7	101,4
I alt finansielle instrumenter	99,7	101,4
Øvrige aktiver og passiver	0,3	÷ 1,4
I alt	100,0	100,0

## Danske Indeksobligationer KL

Investorerer i danske indeksobligationer. Afdelingen er aktivt styret.

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Da afdelingen investerer i danske indeksobligationer, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i renten på danske indeksobligationer.

### Markedet

2016 blev et begivenhedsrigt år. Året lagde ud med bekymringer for recession i USA, delvist på grund af en styrket USD og ikke mindst på grund af kollapset i energiinvesteringerne, som konsekvens af det store fald i olieprisen. Dette billede blev yderligere forstærket af det overraskende nej til EU fra britisk side ved folkeafstemningen i juni. Da den europæiske centralbank (ECB) samtidig i hele perioden via deres obligationsopkøbsprogram opkøbte store mængder obligationer for at stimulere økonomien, faldt renterne løbende. I slutningen af 2016 var krisefrygten afløst af spirende vækstforventninger.

Trumps overraskende valgsejr gav optimisme og fornyet tro på økonomisk vækst samt en stigende inflation.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et positivt afkast på 3,56 pct. Afdelingen har intet benchmark, da der ikke findes et velegnet benchmark, der afspejler investeringsstrategien. Der anvendes et indikativt indeks, mod hvilket afdelingens afkast måles. Det opnåede afkast var tilfredsstillende set i forhold til konkurrenter og dette indikative indeks, hvilket steg 4,07 pct. i samme periode. Afdelingens afkast har indfriet vores forventning om et positivt afkast. Det skyldtes, at realrenterne på danske indeksobligationer faldt i løbet af 2016.

### Vurdering af resultatet

Afdelingens lavere andel af 10-årige danske statsindeksobligationer end i markedet bidrog negativt til afkastet i 2016. Den 10-årige statsindeksobligation gav 4,55 pct. i afkast, mens de toneangivende realkreditindeksobligationer til sammenligning gav 4,07 pct. i afkast. Beholdningen af korte jordbrugsindeksobligationer med udløb i 2019 og 2021 trak ligeledes afkastet ned i 2016, idet korte realkreditindeksobligationer typisk gav lavere afkast end lange realkreditindeksobligationer. Overvægten af lange indeksobligationer udstedt af LR Realkredit bidrog derimod positivt til afkastet.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Afdelingen investerer udelukkende i danske indeksobligationer. Den største risiko er derfor, at råvarepriserne falder kraftigt, hvilket vil trække den faktiske inflation i Danmark ned. Den anden væsentlige risiko er, at realrenterne stiger betydeligt, hvilket vil medføre kurstab på indeksobligationerne. Det kan ske, hvis den økonomiske vækst overrasker positivt. I det miljø vil alle renter stige.

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

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: November 1996

Risikoindikator (1-7): 3

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0015942650

Porteføljerrådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Varigheder

1-3 år	3,4%
3-5 år	25,5%
5-10 år	70,7%
Øvrige inkl. likvide	0,4%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	1,19
Standardafvigelse	2,99



## *Danske Indeksobligationer KL*

### **Forventninger til markedet samt strategi**

ECB forventes fortsat at føre en lempelig pengepolitik med lave renter og foretage opkøb af obligationer i hele 2017, for at understøtte den økonomiske vækst i Europa. Donald Trump vil som præsident øge de offentlige investeringer og give skattelettelser i USA. Da amerikansk økonomi er tæt på kapacitetsgrænsen, kan det resultere i at USA eksporterer inflation til resten af verden. Vi vurderer, at inflationen fortsat vil være lav i 2017, men at den vil tiltage hen over året.

Vi forventer, at afkastet på danske indeksobligationer bliver lidt højere end sammenlignelige, almindelige obligationer, idet afkastet på indeksobligationerne vil nyde godt af de stigende inflationsforventninger. Andelen af lange indeksobligationer vil sandsynligvis blive forøget.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. Det er forventningen, at afdelingen i 2017 opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med markedsafkastet på danske indeksobligationer. Afkastet kan dog blive højere eller lavere, hvilket blandt andet afhænger af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Danske Indeksobligationer KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	2.361	2.603	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	6	20	Indestående i depotselskab	398	277
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>2.355</b>	<b>2.583</b>	<b>I alt likvide midler</b>	<b>398</b>	<b>277</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab:</b>			<b>Obligationer:</b>		
Obligationer	3.472	3.646	Not. obl. fra danske udstedere	126.664	146.849
4 Handelsomkostninger	0	0	<b>I alt obligationer</b>	<b>126.664</b>	<b>146.849</b>
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>3.472</b>	<b>3.646</b>	<b>Andre aktiver:</b>		
<b>I alt indtægter</b>	<b>5.827</b>	<b>6.228</b>	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	1.050	1.128
5 Administrationsomkostninger	787	936	Mellemvær. vedr. handelsafv.	2.581	0
<b>Resultat før skat</b>	<b>5.040</b>	<b>5.292</b>	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>3.631</b>	<b>1.128</b>
Skat	0	0	<b>Aktiver i alt</b>	<b>130.693</b>	<b>148.253</b>
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>5.040</b>	<b>5.292</b>	<b>Passiver</b>		
<b>Resultatdisponering</b>			7 Investorers formue	130.681	148.247
Foreslået udlodning	6.874	12.889	<b>Anden gæld:</b>		
Overført til udlodning næste år	54	14	Skyldige omkostninger	12	6
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	6.928	12.903	<b>I alt anden gæld</b>	<b>12</b>	<b>6</b>
Overført til formuen	÷1.888	÷7.611	<b>Passiver i alt</b>	<b>130.693</b>	<b>148.253</b>
<b>I alt disponeret</b>	<b>5.040</b>	<b>5.292</b>			

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	6,33	÷4,59	4,87	2,44	3,56
Sharpe Ratio	1,93	0,96	0,54	0,21	1,19
Indre værdi (DKK pr. andel)	128,85	120,32	113,46	102,37	96,96
Nettoresultat (t.DKK)	24.225	÷14.971	9.825	5.292	5.040
Udbytte (DKK pr. andel)	2,75	12,20	14,30	8,90	5,10
Administrationsomkostninger (pct.)	0,57	0,56	0,56	0,56	0,56
ÅOP	0,61	0,60	0,60	0,60	0,60
Omsætningshastighed (antal gange)	0,01	0,01	0,11	0,07	0,08
Investorers formue (t.DKK)	388.947	259.905	179.403	148.247	130.681
Antal andele	3.018.504	2.160.204	1.581.204	1.448.204	1.347.849
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

## Danske Indeksobligationer KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	2.188	2.603
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	÷ 19	0
Andre renteindtægter	191	0
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>2.361</b>	<b>2.603</b>

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	6	20
<b>I alt renteudgifter</b>	<b>6</b>	<b>20</b>

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	3.472	3.646
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>3.472</b>	<b>3.646</b>

Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	0	0
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	632	0	752	0
Fast administrationshonorar	155	0	184	0
I alt opdelte adm.omk.	787	0	936	0
<b>I alt adm.omkostninger</b>		<b>787</b>		<b>936</b>

Note 6: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK	2016	2015
Renter og udbytter	2.355	2.583
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	0	20
Kursgevinst til udlodning	5.725	12.213
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	÷ 421	÷ 1.037
Udlodning overført fra sidste år	14	0
<b>Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger</b>	<b>7.672</b>	<b>13.779</b>
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	787	936
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	42	60
<b>I alt til rådighed for udlodning, netto</b>	<b>6.928</b>	<b>12.903</b>

Note 7: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerers formue primo	1.448.204	148.247	1.581.204	179.403
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷ 12.889		÷ 22.611
Indløsninger i året	÷ 100.355	÷ 9.741	÷ 133.000	÷ 13.872
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		24		35
Foreslået udlodning		6.874		12.889
Overførsel af periodens resultat		÷ 1.888		÷ 7.611
Overført til udlodning næste år		54		14
<b>I alt investorernes formue</b>	<b>1.347.849</b>	<b>130.681</b>	<b>1.448.204</b>	<b>148.247</b>

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,9	99,1
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>96,9</b>	<b>99,1</b>
Øvrige aktiver og passiver	3,1	0,9
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

## Danske Korte Obligationer KL

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

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Da afdelingen investerer i obligationer udstedt i danske kroner eller euro (minimum 90 pct. af afdelingens formue skal være danske obligationer), har afdelingen primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den danske rente. Afdelingen afdækker eventuel valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet.

### Markedet

2016 blev et begivenhedsrigt år, idet året startede med bekymringer for recession i USA, delvist på grund af en styrket USD, og ikke mindst på grund af kollapset i energiinvesteringerne som konsekvens af det store fald i olieprisen. Renterne reagerede over en bred kam med at falde grundet

de negative vækstforventninger. Dette billede blev yderligere forstærket af det overraskende nej til EU fra britisk side ved folkeafstemningen i juni. Da den europæiske centralbank (ECB) samtidig i hele perioden, via deres obligationsopkøbsprogram opkøbte store mængder obligationer for at stimulere økonomien, faldt renterne løbende. Rente på den danske toneangivende 10-årige statsobligation satte således en ny historisk bundrekord i september med en negativ rente på 0,06 pct. Ved årets afslutning var krisefrygten afløst af spirende vækstforventninger. Trumps overraskende valgsejr resulterede kortvarigt i aktiekursfald og faldende renter. Hurtigt ændredes markedsstemningen. Optimisme og fornyet tro på økonomisk vækst, samt stigende inflation medførte stigende aktiekurser og stigende renter mod slutningen af året. Rente på en 2-årig dansk statsobligation faldt hen over året med 0,35 procentpoint og endte året i -0,59 pct., mens renten på den toneangivende 10-årige danske statsobligation faldt med 0,59 procentpoint til 0,33 pct.

### Afkast og Benchmark

Afdelingen gav i 2016 et positivt afkast på 2,09 pct., mens benchmarket steg 1,27 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurrenter, og har indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet lavere renter og højere merafkast på real-kreditobligationer i forhold til sammenlignelige danske statsobligationer.

### Vurdering af resultatet

De faldende renter hen over året medførte de bedste afkast i afdelingens lange obligationer. De højeste afkast blev derfor opnået i realkreditobligationer med 10 og 20 års restløbetid. Disse obligationer gav i årets løb et afkast mellem 2 og 7 pct. I den modsatte retning trak beholdningen af helt korte obligationer og obligationer med variabel rente. Denne type obligationer er meget kursstabile, og nød derfor ikke helt så godt af den faldende rente. Gennem året havde afdelingen en overvægt af realkreditobligationer og en undervægt af statsobligationer set i forhold til benchmark. Dette bidrog positivt til afkastet, da realkreditobligationer i gennemsnit gav det

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: December 2004

Risikoindikator (1-7): 2

Benchmark: Danske Capital Constant Maturity 2,0 years

Fondskode: DK0016290422

Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Varigheder

0-1 år	35,6%
1-3 år	29,8%
3-5 år	33,5%
Øvrige inkl. likvide	1,1%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	1,56
Standardafvigelse	0,84
Tracking error	0,45
Information Ratio	0,09
Sharpe Ratio (benchm.)	1,35
Standardafvigelse (benchm.)	0,95

## Danske Korte Obligationer KL

bedste afkast. Hen over året var renterisikoen i afdelingen en anelse højere end benchmark. Dette var, sammen med overvægten af realkreditobligationer, hovedforklaringen på det højere afkast set i forhold til benchmark.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Vi forventer, at den spirende vækst i verdensøkonomien vil fortsætte i 2017 – men dog ikke uden forhindringer: De ekstremt lave renter, som verdens centralbanker har fastholdt, ser nu ud til at nærme sig sin afslutning. Den amerikanske centralbank (Fed) har signaleret en ende på den lempelige pengepolitik, ved som ventet at hæve renten med 0,25 procentpoint i december 2016. ECB har dog omvendt signaleret uforandrede renter og forlænget deres opkøbsprogram af obligationer, så det nu kommer til at løbe gennem hele 2017. En bedring af de økonomiske udsigter forventes at medføre stigende renter. 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. Set i et historisk perspektiv er det danske renteniveau meget lavt, og selv en svag rentestigning vil derfor kunne mindske et positivt afkast i 2017.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer overordnet vækst i verdensøkonomien og svagt stigende renter. Specielt ventes de amerikanske renter at stige. ECB har tidligere udmeldt en lempelig pengepolitik for 2017, så i Europa og Danmark forventer vi kun mindre udsving i forhold til renteniveauet ved udgangen af 2016.

Afdelingen har en overvægt af realkreditobligationer og en svag overvægt af renterisiko set i forhold til benchmark. Vi forventer, at renteforskellen mellem statsobligationer og realkreditobligationer forbliver nogenlunde uændret gennem 2017, men på grund af realkreditobligationernes merrente forventer vi, at realkreditobligationer vil give det højeste afkast.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling. Da 2017 samtidig er et valgår i en del europæiske lande, samler usikkerheden sig også om resultatet af disse valg.

## Danske Korte Obligationer KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015	31.12.2016	31.12.2015	
	1.000 DKK	1.000 DKK	1.000 DKK	1.000 DKK	
<b>Resultatopgørelse</b>			<b>Balance</b>		
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	48.285	61.286	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	49	155	Indestående i depotselskab		
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>48.236</b>	<b>61.131</b>	29.493	65.336	
			<b>I alt likvide midler</b>		
<b>3 Kursgevinster og -tab:</b>			29.493	65.336	
Obligationer	17.927	÷53.179	<b>Obligationer:</b>		
Afledte finansielle instr.	2.709	÷497	Not. obl. fra danske udstedere		
Valutakonti	0	58	2.457.763	2.831.290	
4 Handelsomkostninger	0	0	Not. obl. fra udl. udstedere		
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>20.636</b>	<b>÷53.619</b>	197.887	81.704	
			<b>I alt obligationer</b>		
<b>I alt indtægter</b>	<b>68.872</b>	<b>7.512</b>	2.655.651	2.912.993	
5 Administrationsomkostninger	10.850	7.854	<b>Andre aktiver:</b>		
<b>Resultat før skat</b>	<b>58.022</b>	<b>÷342</b>	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.		
			15.495	14.727	
Skat	0	0	Mellemvær. vedr. handelsafv.		
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>58.022</b>	<b>÷342</b>	91.006	0	
			<b>I alt andre aktiver</b>		
<b>Resultatdisponering</b>			106.501	14.727	
Foreslået udlodning	37.661	49.809	<b>Aktiver i alt</b>		
Overført til udlodning næste år	1.142	759	2.791.644	2.993.056	
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	38.803	50.568	<b>Passiver</b>		
Overført til formuen	19.219	÷50.911	7 Investorerens formue		
<b>I alt disponeret</b>	<b>58.022</b>	<b>÷342</b>	2.708.398	2.938.782	
			<b>Afledte finansielle instrumenter:</b>		
			<b>Anden gæld:</b>		
			Skyldige omkostninger		
			169	83	
			Mellemvær. vedr. handelsafv.		
			83.078	54.191	
			<b>I alt anden gæld</b>		
			83.246	54.274	
			<b>Passiver i alt</b>		
			2.791.644	2.993.056	

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	3,66	1,11	1,87	0,02	2,09
Benchmarkafkast (pct.)	2,14	÷0,13	2,55	0,04	1,27
Sharpe Ratio	3,22	2,34	2,31	0,93	1,56
Indre værdi (DKK pr. andel)	103,44	102,27	102,27	100,30	100,68
Nettoresultat (t.DKK)	146.867	51.628	77.280	÷342	58.022
Udbytte (DKK pr. andel)	2,30	1,90	2,00	1,70	1,40
Administrationsomkostninger (pct.)	0,37	0,37	0,38	0,25	0,38
ÅOP	0,55	0,50	0,52	0,41	0,41
Omsætningshastighed (antal gange)	0,46	0,22	0,45	0,50	1,40
Investorerens formue (t.DKK)	5.080.586	4.457.013	3.419.509	2.938.782	2.708.398
Antal andele	49.115.400	43.579.060	33.434.802	29.299.651	26.900.632
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

## Danske Korte Obligationer KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	43.534	58.754
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	4.750	2.532
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>48.285</b>	<b>61.286</b>

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	49	155
<b>I alt renteudgifter</b>	<b>49</b>	<b>155</b>

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	20.781	+51.298
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	+2.854	+1.881
Terminsforretninger/futures m.m.	0	+161
Renteforretninger	2.709	+336
Valutakonti	0	58
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>20.636</b>	<b>+53.619</b>

Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	0	0
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Managementonorar	7.994	0	4.675	0
Fast administrationsonorar	2.855	0	3.179	0
I alt opdelte adm.omk.	10.850	0	7.854	0
<b>I alt adm.omkostninger</b>		<b>10.850</b>		<b>7.854</b>

Note 6: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK	2016	2015
Renter og udbytter	48.236	61.131
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	0	155
Kursgevinst til udlodning	2.706	+410
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	+2.627	+4.757
Udlodning overført fra sidste år	759	1.690
<b>Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger</b>	<b>49.073</b>	<b>57.809</b>
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	10.850	7.854
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	580	613
<b>I alt til rådighed for udlodning, netto</b>	<b>38.803</b>	<b>50.568</b>

Note 7: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo	29.299.651	2.938.782	33.434.802	3.419.509
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		+49.809		+66.870
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		2.643		2.873
Emissioner i året	3.216.363	322.244	1.217.214	123.009
Indløsninger i året	+5.615.382	+564.402	+5.352.365	+540.056
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		919		658
Foreslået udlodning		37.661		49.809
Overførsel af periodens resultat		19.219		+50.911
Overført til udlodning næste år		1.142		759
<b>I alt investorernes formue</b>	<b>26.900.632</b>	<b>2.708.398</b>	<b>29.299.651</b>	<b>2.938.782</b>

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,1	99,1
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>98,1</b>	<b>99,1</b>
Øvrige aktiver og passiver	1,9	0,9
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

## Danske Lange Obligationer KL

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

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Da afdelingen investerer i obligationer udstedt i danske kroner eller euro (minimum 90 pct. af afdelingens formue skal være danske obligationer), har afdelingen primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den danske rente. Afdelingen afdækker eventuel valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet.

### Markedet

2016 blev et begivenhedsrigt år, idet året startede med bekymringer for recession i USA, delvist på grund af en styrket USD, og ikke mindst på grund af kollapsedet i energiinvesteringerne som konsekvens af det store fald i olieprisen. Renterne reagerede over en bred kam med at falde grundet de negative vækstforventninger. Dette billede blev yderligere

forstærket af det overraskende nej til EU fra britisk side ved folkeafstemningen i juni. Da den europæiske centralbank (ECB) samtidig i hele perioden, via deres obligationsopkøbsprogram opkøbte store mængder obligationer for at stimulere økonomien, faldt renterne løbende. Renten på den danske toneangivende 10-årige statsobligation satte således en ny historisk bundrekord i september med en negativ rente på 0,06 pct. Ved årets afslutning var krisefrygten afløst af spirende vækstforventninger. Trumps overraskende valgsejr resulterede kortvarigt i aktiekursfald og faldende renter. Hurtigt ændredes markedsstemningen. Optimisme og fornyet tro på økonomisk vækst, samt stigende inflation medførte stigende aktiekurser og stigende renter mod slutningen af året. Renten på en 2-årig dansk statsobligation faldt hen over året med 0,35 procentpoint og endte året i -0,59 pct., mens renten på den toneangivende 10-årige danske statsobligation faldt med 0,59 procentpoint til 0,33 pct.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et positivt afkast på 5,50 pct., mens benchmarket steg 3,95 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurrenter, og har indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet lavere renter og højere merafkast på realkreditobligationer i forhold til sammenlignelige danske statsobligationer.

### Vurdering af resultatet

De faldende renter hen over året medførte de bedste afkast i afdelingens lange obligationer. De højeste afkast blev derfor opnået i statsobligationer med 10 og 30 års restløbetid, og de helt lange 30-årige realkreditobligationer med kuponrenter på 2,5 pct. eller derunder. Disse obligationer gav i årets løb et afkast mellem 6 og 12 pct. I den modsatte retning trak beholdningen af helt korte obligationer og obligationer med variabel rente. Denne type obligationer er meget kursstabile, og nød derfor ikke helt så godt af den faldende rente. Gennem året havde afdelingen en overvægt af realkreditobligationer og en undervægt af danske statsobligationer set i forhold til benchmark. Dette bidrog positivt til afkastet, da realkreditobligationer i gennemsnit gav det bedste afkast. Hen over året

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Juli 2001

Risikoindikator (1-7): 3

Benchmark: Danske Capital Constant Maturity 6,0 years

Fondskode: DK0016105380

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Varigheder

0-1 år	13,7%
1-3 år	22,7%
3-5 år	21,8%
5-10 år	38,9%
Over 10 år	2,3%
Øvrige inkl. likvide	0,6%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	1,30
Standardafvigelse	3,31
Tracking error	0,80
Information Ratio	0,14
Sharpe Ratio (benchm.)	1,29
Standardafvigelse (benchm.)	3,25



## Danske Lange Obligationer KL

var renterisikoen i afdelingen en anelse højere end benchmark. Dette var, sammen med overvægten af realkreditobligationer, hovedforklaringen på det højere afkast set i forhold til benchmark.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Vi forventer, at den spirende vækst i verdensøkonomien vil fortsætte i 2017 – men dog ikke uden forhindringer: De ekstremt lave renter, som verdens centralbanker har fastholdt, ser nu ud til at nærme sig sin afslutning. Den amerikanske centralbank (Fed) har signaleret en ende på den lempelige pengepolitik, ved som ventet at hæve renten med 0,25 procentpoint i december 2016. ECB har dog omvendt signaleret uforandrede renter og forlænget deres opkøbsprogram af obligationer, så det nu kommer til at løbe gennem hele 2017. En bedring af de økonomiske udsigter forventes at medføre stigende renter. 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. Set i et historisk perspektiv er det danske renteniveau meget lavt, og selv en svag rentestigning vil derfor kunne mindske et positivt afkast i 2017.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer overordnet vækst i verdensøkonomien og svagt stigende renter. Specielt ventes de amerikanske renter at stige. ECB har tidligere udmeldt en lempelig pengepolitik for 2017, så i Europa og Danmark forventer vi kun mindre udsving i forhold til renteniveauet ved udgangen af 2016.

Afdelingen har en overvægt af realkreditobligationer og en svag overvægt af renterisiko, set i forhold til markedet for danske obligationer. Vi forventer, at renteforskellen mellem statsobligationer og realkreditobligationer forbliver nogenlunde uændret gennem 2017, men på grund af realkreditobligationernes merrente, forventer vi, at realkreditobligationer vil give det højeste afkast.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling. Da 2017 samtidig er et valgår i en del europæiske lande, samler usikkerheden sig også om resultatet af disse valg.

## Danske Lange Obligationer KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015	31.12.2016	31.12.2015	
	1.000 DKK	1.000 DKK	1.000 DKK	1.000 DKK	
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	67.596	81.760	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	86	166	Indestående i depotselskab		
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>67.510</b>	<b>81.595</b>	<b>I alt likvide midler</b>		
			1.373	2.736	
			<b>1.373</b>	<b>2.736</b>	
<b>3 Kursgevinster og -tab:</b>			<b>Obligationer:</b>		
Obligationer	97.384	÷ 106.966	Not. obl. fra danske udstedere		
Afledte finansielle instr.	40.133	27.819	3.231.530	3.349.405	
Valutakonti	16	1	Not. obl. fra udl. udstedere		
4 Handelsomkostninger	0	0	104.198	200.859	
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>137.533</b>	<b>÷ 79.146</b>	<b>I alt obligationer</b>		
			<b>3.335.729</b>	<b>3.550.264</b>	
<b>I alt indtægter</b>	<b>205.043</b>	<b>2.449</b>	<b>Afl. finansielle instr.:</b>		
5 Administrationsomkostninger	21.004	22.098	Unot. afl. finansielle instr.		
			6.690	748	
<b>Resultat før skat</b>	<b>184.039</b>	<b>÷ 19.650</b>	<b>I alt afledte finansielle instr.</b>		
Skat	0	0	<b>6.690</b>	<b>748</b>	
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>184.039</b>	<b>÷ 19.650</b>	<b>Andre aktiver:</b>		
<b>Resultatdisponering</b>			Tilg.hav. renter, udbytter m.m.		
Foreslået udlodning	98.858	111.219	20.724	24.895	
Udbetalt acontoudlodning	30.215	37.761	Mellemvær. vedr. handelsafv.		
Overført til udlodning næste år	1.507	463	111.444	0	
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	130.580	149.443	<b>I alt andre aktiver</b>		
Overført til formuen	53.459	÷ 169.093	<b>132.168</b>	<b>24.895</b>	
<b>I alt disponeret</b>	<b>184.039</b>	<b>÷ 19.650</b>	<b>Aktiver i alt</b>		
			<b>3.475.961</b>	<b>3.578.643</b>	
			<b>Passiver</b>		
			7 Investorerens formue		
			<b>3.475.618</b>	<b>3.505.373</b>	
			<b>Afledte finansielle instrumenter:</b>		
			Unot. afl. finansielle instr.		
			0	4.995	
			<b>I alt afledte finansielle instr.</b>		
			<b>0</b>	<b>4.995</b>	
			<b>Anden gæld:</b>		
			Skyldige omkostninger		
			342	136	
			Mellemvær. vedr. handelsafv.		
			0	68.139	
			<b>I alt anden gæld</b>		
			<b>342</b>	<b>68.275</b>	
			<b>Passiver i alt</b>		
			<b>3.475.961</b>	<b>3.578.643</b>	

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	7,45	÷0,40	8,56	÷0,65	5,50
Benchmarkafkast (pct.)	4,32	÷2,30	9,51	÷0,36	3,95
Sharpe Ratio	1,77	1,30	1,57	0,66	1,30
Indre værdi (DKK pr. andel)	115,65	108,23	111,02	104,01	105,47
Nettoresultat (t.DKK)	456.501	÷27.227	366.842	÷19.650	184.039
Udbytte (DKK pr. andel)	6,85	6,80	6,70	4,40	3,90
Administrationsomkostninger (pct.)	0,55	0,54	0,55	0,57	0,60
ÅOP	0,78	0,71	0,72	0,64	0,64
Omsætningshastighed (antal gange)	0,51	0,56	0,35	1,92	1,78
Investorerens formue (t.DKK)	6.242.692	4.822.248	4.240.145	3.505.373	3.475.618
Antal andele	53.977.935	44.554.337	38.193.994	33.702.652	32.952.699
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

# Danske Lange Obligationer KL

## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	60.654	71.610
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	6.942	10.151
I alt renteindtægter	67.596	81.760

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	86	166
I alt renteudgifter	86	166

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	99.766	+101.720
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	+2.382	+5.246
Terminsforsretninger/futures m.m.	222	+926
Renteforsretninger	39.912	28.745
Valutakonti	16	1
Handelsomkostninger	0	0
I alt kursgevinster og -tab	137.533	+79.146

Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	0	+1
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	0	0

Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	17.503	0	18.247	0
Fast administrationshonorar	3.501	0	3.851	0
I alt opdelte adm.omk.	21.004	0	22.098	0
I alt adm.omkostninger		21.004		22.098

Note 6: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK	2016	2015
Renter og udbytter	67.510	81.595
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	0	166
Kursgevinst til udlodning	82.349	98.883
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	1.263	+13.323
Udlodning overført fra sidste år	463	3.007
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	151.585	170.328
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	21.004	22.098
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	+1	1.214
I alt til rådighed for udlodning, netto	130.580	149.443

Note 7: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerers formue primo	33.702.652	3.505.373	38.193.994	4.240.145
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		+111.219		+206.248
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		5.702		9.094
Emissioner i året	2.740.155	289.783	713.658	78.415
Indløsninger i året	+3.490.108	+368.788	+5.205.000	+559.297
Netto emissionsfradrag og indløsningsfradrag		943		674
Foreslået udlodning		98.858		111.219
Overførsel af periodens resultat		53.459		+169.093
Overført til udlodning næste år		1.507		463
I alt investorernes formue	32.952.699	3.475.618	33.702.652	3.505.373

## Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,0	101,3
Øvrige finansielle instrumenter	0,2	+0,1
I alt finansielle instrumenter	96,2	101,2
Øvrige aktiver og passiver	3,8	+1,2
I alt	100,0	100,0

Underliggende eksponering ved valuta-terminsforsretninger i 1.000 DKK

Valuta	Eksponering 2016
DKK	104
EUR	0

Danske Bank er modpart ved de afledte finansielle instrumenter.

## Euro High Yield-Obligationer KL

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

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Afdelingen investerer i udenlandske high-yield virksomhedsobligationer, konvertible obligationer samt contingency obligationer d.v.s. obligationer med lav kreditkvalitet, primært udstedt i euro. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for high yield virksomhedsobligationer. Afdelingen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet.

### Markedet

Udmeldelsen fra ECB i marts måned om obligationsopkøbsprogrammet for virksomhedsobligationer (CSPP), og det store fald i de tyske statsrenter påvirkede det samlede afkast i 2016. Året bød på også på negative begivenheder for euro-

pæiske high yield-obligationer, herunder usikkerhed om øgede krav til bankernes solvens, frygt for en vækststopbremsning i Kina, Storbritanniens beslutning om at forlade EU og valget af Donald Trump som amerikansk præsident. ECBs obligationsopkøbsprogram førte renter og merrenten ift. tilsvarende statsobligationer (kreditspænd) til et lavere niveau, hvilket mere end opvejede for svagheden fra de negative begivenheder.

Kreditspændene indsnævredes med 94bp til 398bp i årets løb, og der var store udsving, ikke mindst i første kvartal. I starten sås udsvingene blandt efterstillede bankobligationer på grund af usikkerhed om bankernes solvens. Selskaber inden for energi og råvarer fik også en svag start på året som følge af fornyet frygt for en vækststopbremsning i Kina og et markant fald i olieprisen. Vækstbekymringerne aftog, og selskaber inden for metaller steg markant efter den svære start. Efter annonceringen af obligationsopkøbsprogrammet og et fald i de tyske statsrenter forblev markedet styrket resten af året.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 6,32 pct., mens benchmark steg 9,11 pct. Afdelingens afkast var ikke tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har mere end indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet positiv renteutvikling i forhold til vores forventninger og lavere merrente i forhold til sammenlignelige statsobligationer.

### Vurdering af resultatet

Der var generelt et negativt bidrag fra aktivallokeringen, mens obligationsvalget gav et positivt bidrag.

Vores undervægt af BB-obligationer trak kraftigt ned i det relative afkast, da obligationsopkøbsprogrammet udløste stor efterspørgsel i segmentet. Sektormæssigt var det primært en overvægt af finans og en undervægt af basismaterialer, der trak ned i resultatet. Usikkerhed omkring solvens i Deutsche Bank påvirkede obligationer udstedt af Deutsche Bank, hvilket medførte en markant afsmitning på efterstillede obligationer udstedt af andre banker. Foruden Deutsche Bank var de lave renter og udfordringerne i den italienske banksektor forhold, der trak ned i sektorens resultater i 2016.

### Afdelingens profil

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

### Varigheder

0-1 år	14,3%
1-3 år	31,5%
3-5 år	29,5%
5-10 år	20,1%
Øvrige inkl. likvide	4,6%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,86
Standardafvigelse	4,70
Tracking error	0,84
Information Ratio	÷ 1,00
Sharpe Ratio (benchm.)	1,05
Standardafvigelse (benchm.)	4,61

## *Euro High Yield-Obligationer KL*

Der var et positivt bidrag fra obligationsvalg inden for finans, hvilket delvist skyldtes manglende eksponering mod italienske banker, men evnen til at identificere banker med stærkere balancer. Et begrænset antal udstedere inden for energi trak ned i afkastet, særligt i årets første kvartal.

### **Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017**

Det europæiske marked for high yield-obligationer blev understøttet af tekniske faktorer og lavere tyske statsrenter i 2016. Risikofaktorerne i 2017 er et fald i risikovilligheden, skuffende økonomisk vækst i Europa eller en markant stigning i de tyske statsrenter. Den politiske udvikling kan potentielt få negativ indvirkning på afkastet, da der skal afholdes flere vigtige valg i Europa i 2017, og de geopolitiske spændinger er øget. Processen omkring Storbritanniens udtræden af EU kan vise sig at få væsentlig negativ indvirkning på europæiske virksomhedsobligationer. De protektionistiske tendenser vedrører også valget af Donald Trump i USA. Effekten vil formentlig være mindre udtalt for de europæiske high yield-obligationer, da mange udstedere har et indenlandsk fokus. Hvis de politiske begivenheder overrasker positivt, og væksten overstiger forventningerne, tror vi, at der er plads til en indsnævring af spændene for europæiske high yield-obligationer.

### **Forventninger til markedet samt strategi**

Generelt ser vi begrænset værdi i BB-virksomhedsobligationer med lang varighed og begrænsede kreditspænd til trods for forlængelsen af obligationsopkøbsprogrammet. Vi ser et større potentiale i B-obligationerne, selvom der i nogle tilfælde er begrænset kurspotentiale som følge af de konverterbare strukturer i disse obligationer. Generelt forventer vi, at specielle begivenheder vil blive afgørende i 2017, mens de tekniske faktorer vil spille en mindre rolle end i 2016. Således forventer vi, at sektor- og obligationsvalg bliver vigtigt i 2017.

Strammere bankregulering havde en negativ indvirkning på likviditet i obligationerne i 2016, hvilket medførte volatilitet. Vi forventer, at markedet for europæiske high yield-obligationer fortsat vil være presset likviditetsmæssigt, hvilket medfører en risiko for øget volatilitet. Perioder med store udsving kan også være en mulighed for at foretage omlægninger til attraktive kursniveauer.

Grundet de dystre vækstudsigter i Europa har vi en undervægt af udstedere med den laveste kreditvurdering, og vi er forbeholdne over for udstedere inden for forbrug med høj indenlandsk eksponering. I banksektoren ser vi værdi i flere efterstillede obligationer men er forsigtige med at investere i den italienske banksektor. Generelt foretrækker vi efterstillede obligationer fra virksomheder med en høj kreditvurdering frem for selskaber med lavere kreditvurderinger. Dette gælder både for finansielle og ikke-finansielle obligationer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Euro High Yield-Obligationer KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	104.781	71.918	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	631	440	Indestående i depotselskab	105.717	119.736
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>104.150</b>	<b>71.478</b>	<b>I alt likvide midler</b>	<b>105.717</b>	<b>119.736</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab:</b>			<b>Obligationer:</b>		
Obligationer	64.125	÷76.938	Not. obl. fra danske udstedere	22.695	24.963
Afledte finansielle instr.	1.378	÷9.092	Not. obl. fra udl. udstedere	2.168.862	1.652.276
Valutakonti	1.280	÷1.526	<b>I alt obligationer</b>	<b>2.191.557</b>	<b>1.677.239</b>
Øvrige aktiver/passiver	0	0	<b>Afl. finansielle instr.:</b>		
4 Handelsomkostninger	÷34	÷3	Unot. afl. finansielle instr.	1.077	856
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>66.748</b>	<b>÷87.559</b>	<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>1.077</b>	<b>856</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>170.898</b>	<b>÷16.081</b>	<b>Andre aktiver:</b>		
5 Administrationsomkostninger	25.300	16.108	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	42.966	34.444
<b>Resultat før skat</b>	<b>145.599</b>	<b>÷32.189</b>	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>42.966</b>	<b>34.444</b>
Skat	0	0	<b>Aktiver i alt</b>	<b>2.341.317</b>	<b>1.832.275</b>
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>145.599</b>	<b>÷32.189</b>	<b>Passiver</b>		
<b>Resultatdisponering</b>			7 Investorers formue	2.339.502	1.830.799
Foreslået udlodning	43.421	60.706	<b>Afledte finansielle instrumenter:</b>		
Overført til udlodning næste år	44	834	Unot. afl. finansielle instr.	1.368	1.324
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	43.465	61.540	<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>1.368</b>	<b>1.324</b>
Overført til formuen	102.134	÷93.728	<b>Anden gæld:</b>		
<b>I alt disponeret</b>	<b>145.599</b>	<b>÷32.189</b>	Skyldige omkostninger	447	152
			<b>I alt anden gæld</b>	<b>447</b>	<b>152</b>
			<b>Passiver i alt</b>	<b>2.341.317</b>	<b>1.832.275</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)*	-	4,01	5,66	0,44	6,32
Benchmarkafkast (pct.)*	-	3,80	5,49	0,42	9,11
Sharpe Ratio	-	-	-	-	0,86
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	104,01	108,68	99,52	102,37
Nettoresultat (t.DKK)*	-	21.026	27.959	÷32.189	145.599
Udbytte (DKK pr. andel)	-	1,20	9,90	3,30	1,90
Administrationsomkostninger (pct.)	-	1,08	1,10	1,13	1,15
ÅOP	-	1,41	1,37	1,29	1,29
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	0,09	0,58	0,03	0,20
Investorerers formue (t.DKK)	-	591.156	434.690	1.830.799	2.339.502
Antal andele	-	5.683.532	3.999.764	18.395.651	22.853.375
Stykstørrelse i DKK	-	100	100	100	100

\* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

## Euro High Yield-Obligationer KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	18	3
Noterede obligationer fra danske udstedere	1.278	507
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	103.355	71.240
Andre renteindtægter	130	168
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>104.781</b>	<b>71.918</b>

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	631	440
<b>I alt renteudgifter</b>	<b>631</b>	<b>440</b>

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	731	÷543
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	63.394	÷76.395
Terminforretninger/futures m.m.	1.378	÷9.092
Valutakonti	1.280	÷1.526
Øvrige aktiver/passiver	0	0
Handelsomkostninger	÷34	÷3
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>66.748</b>	<b>÷87.559</b>

Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷68	÷75
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	34	71
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>÷34</b>	<b>÷3</b>

Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Managementonorar	22.220	0	14.103	0
Fast administrationsonorar	3.080	0	2.004	0
I alt opdeltede adm.omk.	25.300	0	16.108	0
<b>I alt adm.omkostninger</b>		<b>25.300</b>		<b>16.108</b>

Note 6: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK	2016	2015
Renter og udbytter	104.150	71.478
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	0	440
Kursgevinst til udlodning	÷35.936	÷10.902
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	540	21.689
Udlodning overført fra sidste år	834	266
<b>Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger</b>	<b>69.588</b>	<b>82.971</b>
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	25.300	16.108
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷823	÷5.324
<b>I alt til rådighed for udlodning, netto</b>	<b>43.465</b>	<b>61.540</b>

Note 7: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerers formue primo	18.395.651	1.830.799	3.999.764	434.690
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷60.706		÷39.598
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		÷10.302		÷61.605
Emissioner i året	7.317.008	715.211	18.438.793	1.936.009
Indløsninger i året	÷2.859.284	÷285.944	÷4.042.906	÷413.518
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		4.845		7.009
Foreslået udlodning		43.421		60.706
Overførsel af periodens resultat		102.134		÷93.728
Overført til udlodning næste år		44		834
<b>I alt investorernes formue</b>	<b>22.853.375</b>	<b>2.339.502</b>	<b>18.395.651</b>	<b>1.830.799</b>

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	93,7	91,6
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>93,7</b>	<b>91,6</b>
Øvrige aktiver og passiver	6,3	8,4
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank	Markedsværdi 2016	Markedsværdi 2015
Navn		
DANSKE BANK FRN PERP/CALL	10.527	9.468
5,75 DANSKE BANK CALL/PERP	5.029	4.945
<b>I alt</b>	<b>15.556</b>	<b>14.413</b>

Underliggende eksponering ved valuta-terminalsforretninger i 1.000 DKK

Valuta	Eksponering 2016
DKK	2.238.927
EUR	÷2.077.054
GBP	÷19.129
SEK	÷14.663
USD	÷128.668

Danske Bank er modpart ved de afledte finansielle instrumenter.

## *Euro High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL*

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

Afdelingen udbydes i tre andelsklasser:

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

Afdelingens ledelsesberetning og det samlede regnskab omfattende resultat af investeringer m.m., som foretages fælles for klasserne, samt resultat af klassernes egne valutaafdækninger og omkostninger findes på de følgende sider:

Noter for de enkelte klasser findes også på de følgende sider:

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



## Euro High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK		31.12.2016 1.000 DKK	31.12.2015 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	235.321	246.997	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	1.168	808	Indestående i depotselskab	203.129	380.122
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>234.153</b>	<b>246.189</b>	<b>I alt likvide midler</b>	<b>203.129</b>	<b>380.122</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab:</b>			<b>Obligationer:</b>		
Obligationer	103.412	÷165.268	Not. obl. fra danske udstedere	52.499	67.317
Afledte finansielle instr.	÷9.815	÷46.432	Not. obl. fra udl. udstedere	4.696.055	4.656.261
Valutakonti	÷10.294	10.160	<b>I alt obligationer</b>	<b>4.748.555</b>	<b>4.723.577</b>
Øvrige aktiver/passiver	÷1	÷23	<b>Afl. finansielle instr.:</b>		
4 Handelsomkostninger	÷20	÷223	Unot. afl. finansielle instr.	28.347	23.450
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>83.283</b>	<b>÷201.785</b>	<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>28.347</b>	<b>23.450</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>317.436</b>	<b>44.404</b>	<b>Andre aktiver:</b>		
5 Administrationsomkostninger	54.675	52.462	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	93.182	99.248
<b>Resultat før skat</b>	<b>262.761</b>	<b>÷8.057</b>	Mellemvær. vedr. handelsafv.	206	801
Skat	0	0	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>93.387</b>	<b>100.049</b>
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>262.761</b>	<b>÷8.057</b>	<b>Aktiver i alt</b>	<b>5.073.418</b>	<b>5.227.198</b>
<b>Resultatdisponering</b>			<b>Passiver</b>		
Overført til formuen	262.761	÷8.057	6 Investorerers formue	5.066.557	5.214.568
<b>I alt disponeret</b>	<b>262.761</b>	<b>÷8.057</b>	<b>Afledte finansielle instrumenter:</b>		
			Unot. afl. finansielle instr.	5.869	12.188
			<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>5.869</b>	<b>12.188</b>
			<b>Anden gæld:</b>		
			Skyldige omkostninger	960	442
			Mellemvær. vedr. handelsafv.	30	0
			<b>I alt anden gæld</b>	<b>991</b>	<b>442</b>
			<b>Passiver i alt</b>	<b>5.073.418</b>	<b>5.227.198</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Nettoresultat (t.DKK)	160.545	261.879	102.327	÷8.057	262.761
Omsætningshastighed (antal gange)	0,51	0,37	0,48	0,46	0,22
Investorerers formue (t.DKK)	1.082.626	4.153.248	3.803.710	5.214.568	5.066.557

## Euro High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	55	6
Noterede obligationer fra danske udstedere	2.785	1.297
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	232.098	245.184
Andre renteindtægter	382	510
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>235.321</b>	<b>246.997</b>

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	1.168	808
<b>I alt renteudgifter</b>	<b>1.168</b>	<b>808</b>

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	1.193	÷832
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	102.220	÷164.436
Terminsforsretninger/futures m.m.	÷9.815	÷46.432
Valutakonti	÷10.294	10.160
Øvrige aktiver/passiver	÷1	÷23
Handelsomkostninger	÷20	÷223
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>83.283</b>	<b>÷201.785</b>

Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷41	÷341
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	20	119
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>÷20</b>	<b>÷223</b>

Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	47.120	0	45.195	0
Fast administrationshonorar	7.555	0	7.267	0
I alt opdelte adm.omk.	54.675	0	52.462	0
<b>I alt adm.omkostninger</b>		<b>54.675</b>		<b>52.462</b>

Note 6: Investorens formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorens formue primo		5.214.568		3.803.710
Emissioner i året		1.029.002		1.818.689
Indløsninger i året		÷1.449.098		÷409.883
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		9.325		10.109
Overførsel af periodens resultat		262.761		÷8.057
<b>I alt investorens formue</b>		<b>5.066.557</b>		<b>5.214.568</b>

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	93,7	90,6
Øvrige finansielle instrumenter	0,4	0,2
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>94,2</b>	<b>90,8</b>
Øvrige aktiver og passiver	5,8	9,2
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

### Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi 2016	Markedsværdi 2015
5,75 DANSKE BANK CALL/PERP	13.154	15.214
DANSKE BANK FRN PERP/CALL	26.318	30.298
<b>I alt</b>	<b>39.472</b>	<b>45.512</b>

### Underliggende eksponering ved valuta-terminsforsretninger i 1.000 DKK

Valuta	Eksposering 2016
DKK	4.833.372
EUR	÷4.490.106
GBP	÷42.021
NOK	÷109
SEK	÷37.279
USD	÷265.091

Danske Bank er modpart ved de afledte finansielle instrumenter.

## Euro High Yield Obligation, klasse NOK h

Andelsklasse under Euro High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindekoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer i udenlandske high-yield virksomhedsobligationer, konvertible obligationer samt contingency obligationer d.v.s. obligationer med lav kreditkvalitet, primært udstedt i euro. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for high yield virksomhedsobligationer. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker der for ikke afkastet.

### Markedet

Udmeldelsen fra ECB i marts måned om obligationsopkøbsprogrammet for virksomhedsobligationer (CSPP), og det store fald i de tyske statsrenter påvirkede det samlede afkast i 2016. Året bød på også på negative begivenheder for europæiske high yield-obligationer, herunder usikkerhed om øgede krav til bankernes solvens, frygt for en vækststopbremsning i Kina, Storbritanniens beslutning om at forlade EU og valget af Donald Trump som amerikansk præsident. ECBs obligationsopkøbsprogram førte renter og merrenten ift. tilsvarende statsobligationer (kreditspænd) til et lavere niveau, hvilket mere end opvejede for svagheden fra de negative begivenheder.

Kreditspændene indsnævredes med 94bp til 398bp i årets løb, og der var store udsving, ikke mindst i første kvartal. I starten sås udsvingene blandt efterstillede bankobligationer på grund af usikkerhed om bankernes solvens. Selskaber inden for energi og råvarer fik også en svag start på året som følge af fornyet frygt for en vækststopbremsning i Kina og et markant fald i olieprisen. Vækstbekymringerne af tog, og selskaber inden for metaller steg markant efter den svære start. Efter annonceringen af obligationsopkøbsprogrammet og et fald i de tyske statsrenter forblev markedet styrket resten af året.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et afkast på 7,66 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 10,76 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var ikke tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har mere end indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet positiv renteutvikling i forhold til vores forventninger og lavere merrente i forhold til sammenlignelige statsobligationer.

### Vurdering af resultatet

Der var generelt et negativt bidrag fra aktivallokeringen, mens obligationsvalget gav et positivt bidrag.

Vores undervægt af BB-obligationer trak kraftigt ned i det relative afkast, da obligationsopkøbsprogrammet udløste stor efterspørgsel i segmentet. Sektormæssigt var det primært en overvægt af finans og en undervægt af basismaterialer; der trak ned i resultatet. Usikkerhed omkring solvens i Deutsche Bank påvirkede obligationer udstedt af Deutsche Bank, hvilket medførte en markant afsmitning på efterstillede obligationer udstedt af andre banker. Foruden Deutsche Bank var de lave renter og udfordringerne i den italienske banksektor forhold, der trak ned i sektorens resultater i 2016.

Der var et positivt bidrag fra obligationsvalg inden for finans, hvilket delvist skyldtes manglende eksponering mod italienske banker, men evnen til at identificere banker med stærkere balancer. Et begrænset antal udstedere inden for energi trak ned i afkastet, særligt i årets første kvartal.

### Andelsklassens profil

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

### Varigheder

0-1 år	14,8%
1-3 år	32,2%
3-5 år	29,5%
5-10 år	19,5%
Øvrige inkl. likvide	4,0%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,81
Standardafvigelse	4,76
Tracking error	0,93
Information Ratio	÷ 1,21
Sharpe Ratio (benchm.)	1,06
Standardafvigelse (benchm.)	4,61

## *Euro High Yield Obligasjon, klasse NOK h*

Andelsklasse under Euro High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

### **Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017**

Det europæiske marked for high yield-obligationer blev understøttet af tekniske faktorer og lavere tyske statsrenter i 2016. Risikofaktorerne i 2017 er et fald i risikovilligheden, skuffende økonomisk vækst i Europa eller en markant stigning i de tyske statsrenter. Den politiske udvikling kan potentielt få negativ indvirkning på afkastet, da der skal afholdes flere vigtige valg i Europa i 2017, og de geopolitiske spændinger er øget. Processen omkring Storbritanniens udtræden af EU kan vise sig at få væsentlig negativ indvirkning på europæiske virksomhedsobligationer. De protektionistiske tendenser vedrører også valget af Donald Trump i USA. Effekten vil formentlig være mindre udtalt for de europæiske high yield-obligationer, da mange udstedere har et indenlandsk fokus. Hvis de politiske begivenheder overrasker positivt, og væksten overstiger forventningerne, tror vi, at der er plads til en indsnævring af spændene for europæiske high yield-obligationer.

### **Forventninger til markedet samt strategi**

Generelt ser vi begrænset værdi i BB-virksomhedsobligationer med lang varighed og begrænsede kreditspænd til trods for forlængelsen af obligationsopkøbsprogrammet. Vi ser et større potentiale i B-obligationerne, selvom der i nogle tilfælde er begrænset kurspotentiale som følge af de konverterbare strukturer i disse obligationer. Generelt forventer vi, at specielle begivenheder vil blive afgørende i 2017, mens de tekniske faktorer vil spille en mindre rolle end i 2016. Således forventer vi, at sektor- og obligationsvalg bliver vigtigt i 2017.

Strammere bankregulering havde en negativ indvirkning på likviditet i obligationerne i 2016, hvilket medførte volatilitet. Vi forventer, at markedet for europæiske high yield-obligationer fortsat vil være presset likviditetsmæssigt, hvilket medfører en risiko for øget volatilitet. Perioder med store udsving kan også være en mulighed for at foretage omlægninger til attraktive kursniveauer.

Grundet de dystre vækstudsigter i Europa har vi en undervægt af udstedere med den laveste kreditvurdering, og vi er forbeholdne over for udstedere inden for forbrug med høj indenlandsk eksponering. I banksektoren ser vi værdi i flere efterstillede obligationer men er forsigtige med at investere i den italienske banksektor. Generelt foretrækker vi efterstillede obligationer fra virksomheder med en høj kreditvurdering frem for selskaber med lavere kreditvurderinger. Dette gælder både for finansielle og ikke-finansielle obligationer.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Euro High Yield Obligasjon, klasse NOK h

Andelsklasse under Euro High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	2013	2014	2015	2016
Afkast i NOK (pct.)*	-	2,02	6,64	2,17	7,66
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	1,59	7,13	2,03	10,76
Sharpe Ratio i NOK	-	-	-	-	0,81
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	102,02	108,79	111,15	119,66
Nettoreultat (t.DKK)*	-	÷413	÷8.765	÷33.743	68.484
Administrationsomkostninger (pct.)	-	1,15	1,15	1,14	1,14
Investorers formue (t.DKK)	-	79.268	218.554	492.974	635.388
Antal andele	-	870.675	2.447.571	5.714.530	6.483.424
Stykstørrelse i DKK	-	100	100	100	100

\* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	39.931	÷4.521
Klassespecifikke transaktioner:		
Terminsforetninger	34.867	÷24.638
Administrationsomkostninger	6.314	4.584
<b>Klassens resultat</b>	<b>68.484</b>	<b>÷33.743</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorers formue primo	492.974	218.554
Emissioner i året	233.965	308.567
Indløsninger i året	÷162.296	÷1.822
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	2.261	1.418
Overførsel af periodens resultat	68.484	÷33.743
<b>Investorers formue ultimo</b>	<b>635.388</b>	<b>492.974</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	5.714.530	2.447.571
Emissioner i året	2.568.860	3.286.248
Indløsninger i året	÷1.799.966	÷19.289
<b>Andele ultimo året</b>	<b>6.483.424</b>	<b>5.714.530</b>

## Euro High Yield-Obligationer, klass SEK h

Andelsklasse under Euro High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer i udenlandske high-yield virksomhedsobligationer, konvertible obligationer samt contingency obligationer d.v.s. obligationer med lav kreditkvalitet, primært udstedt i euro. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for high yield virksomhedsobligationer. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet.

### Markedet

Udmeldelsen fra ECB i marts måned om obligationsopkøbsprogrammet for virksomhedsobligationer (CSPP), og det store fald i de tyske statsrenter påvirkede det samlede afkast i 2016. Året bød på også på negative begivenheder for europæiske high yield-obligationer, herunder usikkerhed om øgede krav til bankernes solvens, frygt for en vækstbremsering i Kina, Storbritanniens beslutning om at forlade EU og valget af Donald Trump som amerikansk præsident. ECBs obligationsopkøbsprogram førte renter og merrenten ift. tilsvarende statsobligationer (kreditspænd) til et lavere niveau, hvilket mere end opvejede for svagheden fra de negative begivenheder:

Kreditspændene indsnævredes med 94bp til 398bp i årets løb, og der var store udsving, ikke mindst i første kvartal. I starten sås udsvingene blandt efterstillede bankobligationer på grund af usikkerhed om bankernes solvens. Selskaber inden for energi og råvarer fik også en svag start på året som følge af fornyet frygt for en vækstbremsering i Kina og et markant fald i olieprisen. Vækstbetrykningerne aftog, og selskaber inden for metaller steg markant efter den svære start. Efter annonceringen af obligationsopkøbsprogrammet og et fald i de tyske statsrenter forblev markedet styrket resten af året.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et afkast på 6,28 pct. målt i SEK, mens benchmark steg 8,84 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var ikke tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter; men har mere end indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet positiv renteutvikling i forhold til vores forventninger og lavere merrente i forhold til sammenlignelige statsobligationer.

### Vurdering af resultatet

Der var generelt et negativt bidrag fra aktivallokeringen, mens obligationsvalget gav et positivt bidrag.

Vores undervægt af BB-obligationer trak kraftigt ned i det relative afkast, da obligationsopkøbsprogrammet udløste stor efterspørgsel i segmentet. Sektormæssigt var det primært en overvægt af finans og en undervægt af basismaterialer, der trak ned i resultatet. Usikkerhed omkring solvens i Deutsche Bank påvirkede obligationer udstedt af Deutsche Bank, hvilket medførte en markant afsmitning på efterstillede obligationer udstedt af andre banker. Foruden Deutsche Bank var de lave renter og udfordringerne i den italienske banksektor forhold, der trak ned i sektorens resultater i 2016.

Der var et positivt bidrag fra obligationsvalg inden for finans, hvilket delvist skyldtes manglende eksponering mod italienske banker; men evnen til at identificere banker med stærkere balancer. Et begrænset antal udstedere inden for energi trak ned i afkastet, særligt i årets første kvartal.

### Andelsklassens profil

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

### Varigheder

0-1 år	14,4%
1-3 år	31,5%
3-5 år	28,9%
5-10 år	19,1%
Øvrige inkl. likvide	6,1%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,80
Standardafvigelse	4,76
Tracking error	0,88
Information Ratio	÷ 1,35
Sharpe Ratio (benchm.)	1,08
Standardafvigelse (benchm.)	4,59

## *Euro High Yield-Obligationer, klass SEK h*

Andelsklasse under Euro High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

### **Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017**

Det europæiske marked for high yield-obligationer blev understøttet af tekniske faktorer og lavere tyske statsrenter i 2016. Risikofaktorerne i 2017 er et fald i risikovilligheden, skuffende økonomisk vækst i Europa eller en markant stigning i de tyske statsrenter. Den politiske udvikling kan potentielt få negativ indvirkning på afkastet, da der skal afholdes flere vigtige valg i Europa i 2017, og de geopolitiske spændinger er øget. Processen omkring Storbritanniens udtræden af EU kan vise sig at få væsentlig negativ indvirkning på europæiske virksomhedsobligationer. De protektionistiske tendenser vedrører også valget af Donald Trump i USA. Effekten vil formentlig være mindre udtalt for de europæiske high yield-obligationer, da mange udstedere har et indenlandsk fokus. Hvis de politiske begivenheder overrasker positivt, og væksten overstiger forventningerne, tror vi, at der er plads til en indsnævring af spændene for europæiske high yield-obligationer.

### **Forventninger til markedet samt strategi**

Generelt ser vi begrænset værdi i BB-virksomhedsobligationer med lang varighed og begrænsede kreditspænd til trods for forlængelsen af obligationsopkøbsprogrammet. Vi ser et større potentiale i B-obligationerne, selvom der i nogle tilfælde er begrænset kurspotentiale som følge af de konverterbare strukturer i disse obligationer. Generelt forventer vi, at specielle begivenheder vil blive afgørende i 2017, mens de tekniske faktorer vil spille en mindre rolle end i 2016. Således forventer vi, at sektor- og obligationsvalg bliver vigtigt i 2017.

Strammere bankregulering havde en negativ indvirkning på likviditet i obligationerne i 2016, hvilket medførte volatilitet. Vi forventer, at markedet for europæiske high yield-obligationer fortsat vil være presset likviditetsmæssigt, hvilket medfører en risiko for øget volatilitet. Perioder med store udsving kan også være en mulighed for at foretage omlægninger til attraktive kursniveauer.

Grundet de dystre vækstudsigter i Europa har vi en undervægt af udstedere med den laveste kreditvurdering, og vi er forbeholdne over for udstedere inden for forbrug med høj

indenlandsk eksponering. I banksektoren ser vi værdi i flere efterstillede obligationer men er forsigtige med at investere i den italienske banksektor. Generelt foretrækker vi efterstillede obligationer fra virksomheder med en høj kreditvurdering frem for selskaber med lavere kreditvurderinger. Dette gælder både for finansielle og ikke-finansielle obligationer.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Euro High Yield-Obligationer, klass SEK h

Andelsklasse under Euro High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	2013	2014	2015	2016
Afkast i SEK (pct.)*	-	10,06	5,21	0,76	6,28
Benchmarkafkast i SEK (pct.)*	-	11,21	6,14	0,91	8,84
Sharpe Ratio i SEK	-	-	-	-	0,80
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	110,06	115,80	116,68	124,01
Nettoresultat (t.DKK)*	-	17.134	÷28.326	32.949	9.664
Administrationsomkostninger (pct.)	-	1,15	1,14	1,14	1,14
Investorers formue (t.DKK)	-	439.512	848.643	1.222.057	1.164.448
Antal andele	-	4.737.052	9.322.247	12.852.736	12.100.319
Stykstørrelse i DKK	-	100	100	100	100

\* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

<b>KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK</b>	<b>1.1.-31.12.2016</b>	<b>1.1.-31.12.2015</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen	70.721	÷10.185
Klassespecifikke transaktioner:		
Terminforretninger	÷47.371	55.689
Administrationsomkostninger	13.686	12.555
<b>Klassens resultat</b>	<b>9.664</b>	<b>32.949</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorers formue primo	1.222.057	848.643
Emissioner i året	237.306	588.520
Indløsninger i året	÷307.537	÷251.859
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	2.958	3.805
Overførsel af periodens resultat	9.664	32.949
<b>Investorers formue ultimo</b>	<b>1.164.448</b>	<b>1.222.057</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	12.852.736	9.322.247
Emissioner i året	2.544.995	6.199.317
Indløsninger i året	÷3.297.413	÷2.668.828
<b>Andele ultimo året</b>	<b>12.100.319</b>	<b>12.852.736</b>



## Euro High Yield-Obligationer – Akkumulerende klasse DKK h

Andelsklasse under Euro High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindekset – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer i udenlandske high-yield virksomhedsobligationer, konvertible obligationer samt contingency obligationer d.v.s. obligationer med lav kreditkvalitet, primært udstedt i euro. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for high yield virksomhedsobligationer. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet.

### Markedet

Udmeldelsen fra ECB i marts måned om obligationsopkøbsprogrammet for virksomhedsobligationer (CSPP), og det store fald i de tyske statsrenter påvirkede det samlede afkast i 2016. Året bød på også på negative begivenheder for europæiske high yield-obligationer; herunder usikkerhed om øgede krav til bankernes solvens, frygt for en vækststopbremsning i Kina, Storbritanniens beslutning om at forlade EU og valget af Donald Trump som amerikansk præsident. ECBs obligationsopkøbsprogram førte renter og merrenten ift. tilsvarende statsobligationer (kredit-spænd) til et lavere niveau, hvilket mere end opvejede for svagheden fra de negative begivenheder.

Kreditspændene indsnævredes med 94bp til 398bp i årets løb, og der var store udsving, ikke mindst i første kvartal. I starten sås udsvingene blandt efterstillede bankobligationer på grund af usikkerhed om bankernes solvens. Selskaber inden for energi og råvarer fik også en svag start på året som følge af fornyet frygt for en vækststopbremsning i Kina og et markant fald i olieprisen. Vækstbelymningerne aftog, og selskaber inden for metaller steg markant efter den svære start. Efter annonceringen af obligationsopkøbsprogrammet og et fald i de tyske statsrenter forblev markedet styrket resten af året.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et afkast på 6,49 pct., mens benchmark steg 9,11 pct. Andelsklassens afkast var ikke tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har mere end indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet positiv renteutvikling i forhold til vores forventninger og lavere merrente i forhold til sammenlignelige statsobligationer.

### Vurdering af resultatet

Der var generelt et negativt bidrag fra aktivallokeringen, mens obligationsvalget gav et positivt bidrag.

Vores undervægt af BB-obligationer trak kraftigt ned i det relative afkast, da obligationsopkøbsprogrammet udløste stor efterspørgsel i segmentet. Sektormæssigt var det primært en overvægt af finans og en undervægt af basismaterialer, der trak ned i resultatet. Usikkerhed omkring solvens i Deutsche Bank påvirkede obligationer udstedt af Deutsche Bank, hvilket medførte en markant afsmitning på efterstillede obligationer udstedt af andre banker. Foruden Deutsche Bank var de lave renter og udfordringerne i den italienske banksektor forhold, der trak ned i sektorens resultater i 2016.

Der var et positivt bidrag fra obligationsvalg inden for finans, hvilket delvist skyldtes manglende eksponering mod italienske banker, men evnen til at identificere banker med stærkere balancer. Et begrænset antal udstedere inden for energi trak ned i afkastet, særligt i årets første kvartal.

### Andelsklassens profil

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: August 2011
Risikoindeks (1-7): 4
Benchmark: Barclays Capital Euro High Yield Index, 3% issuer capped, hedget til DKK
Fondskode: DK0060497378
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Varigheder

0-1 år	14,7%
1-3 år	32,2%
3-5 år	29,5%
5-10 år	19,5%
Øvrige inkl. likvide	4,1%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,82
Standardafvigelse	4,78
Tracking error	0,90
Information Ratio	÷ 1,09
Sharpe Ratio (benchm.)	1,05
Standardafvigelse (benchm.)	4,61

## *Euro High Yield-Obligationer – Akkumulerende klasse DKK h*

Andelsklasse under Euro High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

### **Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017**

Det europæiske marked for high yield-obligationer blev understøttet af tekniske faktorer og lavere tyske statsrenter i 2016. Risikofaktorerne i 2017 er et fald i risikovilligheden, skuffende økonomisk vækst i Europa eller en markant stigning i de tyske statsrenter. Den politiske udvikling kan potentielt få negativ indvirkning på afkastet, da der skal afholdes flere vigtige valg i Europa i 2017, og de geopolitiske spændinger er øget. Processen omkring Storbritanniens udtræden af EU kan vise sig at få væsentlig negativ indvirkning på europæiske virksomhedsobligationer. De protektionistiske tendenser vedrører også valget af Donald Trump i USA. Effekten vil formentlig være mindre udtalt for de europæiske high yield-obligationer, da mange udstedere har et indenlandsk fokus. Hvis de politiske begivenheder overrasker positivt, og væksten overstiger forventningerne, tror vi, at der er plads til en indsnævring af spændene for europæiske high yield-obligationer.

### **Forventninger til markedet samt strategi**

Generelt ser vi begrænset værdi i BB-virksomhedsobligationer med lang varighed og begrænsede kreditspænd til trods for forlængelsen af obligationsopkøbsprogrammet. Vi ser et større potentiale i B-obligationerne, selvom der i nogle tilfælde er begrænset kurspotentiale som følge af de konverterbare strukturer i disse obligationer. Generelt forventer vi, at specielle begivenheder vil blive afgørende i 2017, mens de tekniske faktorer vil spille en mindre rolle end i 2016. Således forventer vi, at sektor- og obligationsvalg bliver vigtigt i 2017.

Strammere bankregulering havde en negativ indvirkning på likviditet i obligationerne i 2016, hvilket medførte volatilitet. Vi forventer, at markedet for europæiske high yield-obligationer fortsat vil være presset likviditetsmæssigt, hvilket medfører en risiko for øget volatilitet. Perioder med store udsving kan også være en mulighed for at foretage omlægninger til attraktive kursniveauer.

Grundet de dystre vækstudsigter i Europa har vi en undervægt af udstedere med den laveste kreditvurdering, og vi er forbeholdne over for udstedere inden for forbrug med høj indenlandsk eksponering. I banksektoren ser vi værdi i flere efterstillede obligationer men er forsigtige med at investere i den italienske banksektor. Generelt foretrækker vi efterstillede obligationer fra virksomheder med en høj kreditvurdering frem for selskaber med lavere kreditvurderinger. Dette gælder både for finansielle og ikke-finansielle obligationer.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Euro High Yield-Obligationer – Akkumulerende klasse DKK h

Andelsklasse under Euro High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	27,88	10,04	5,04	0,49	6,49
Benchmarkafkast (pct.)	27,57	9,99	5,49	0,42	9,11
Sharpe Ratio	-	-	2,35	1,20	0,82
Indre værdi (DKK pr. andel)	13,20	108,33	113,79	114,35	121,77
Nettoreultat (t.DKK)	160.545	245.159	139.418	÷7.263	184.613
Administrationsomkostninger (pct.)	1,08	1,10	1,10	1,12	1,15
ÅOP	1,56	1,42	1,37	1,29	1,29
Investorers formue (t.DKK)	1.082.626	3.634.468	2.736.513	3.499.536	3.266.721
Antal andele	10.993.387	33.550.623	24.049.999	30.604.574	26.827.441
Stykstørrelse i DKK	10	100	100	100	100

KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	219.288	28.060
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	34.675	35.323
<b>Klassens resultat</b>	<b>184.613</b>	<b>÷7.263</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorers formue primo	3.499.536	2.736.513
Emissioner i året	557.731	921.602
Indløsninger i året	÷979.265	÷156.202
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	4.106	4.886
Overførsel af periodens resultat	184.613	÷7.263
<b>Investorers formue ultimo</b>	<b>3.266.721</b>	<b>3.499.536</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	30.604.574	24.049.999
Emissioner i året	4.812.683	7.901.431
Indløsninger i året	÷8.589.816	÷1.346.856
<b>Andele ultimo året</b>	<b>26.827.441</b>	<b>30.604.574</b>

## Euro Investment Grade-Obligationer KL

Investerer primært i kreditobligationer denomineret i euro, herudover op til 25 pct. af formuen i obligationer udstedt i USD, CAD, JPY, GBP, CHF, DKK, SEK, NOK eller ISK. Hovedparten af afdelingens investeringer afdækkes mod danske kroner. Afdelingen er aktivt styret.

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Afdelingen investerer primært i virksomheds- og kreditobligationer udstedt i euro. Herudover kan afdelingen investere op til 25 pct. af formuen i obligationer denomineret i USD, CAD, JPY, DKK, GBP, CHF, SEK, NOK eller ISK. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for virksomheds- og kreditobligationer. Afdelingen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet.

### Markedet

Merrenten på investment grade obligationer set i forhold til tilsvarende statsobligationer (kreditspænd) blev indsnævret med 0,11 procentpoint i 2016.

Markedet startede 2016 negativt med stor bekymring for den globale vækst som resulterede i, at kreditspændene steg markant og renterne faldt. I starten af marts øgede den europæiske centralbank (ECB) det månedlige obligationsopkøbsprogram med 20 mia. EUR og inkluderede også virksomhedsobligationer i programmet. Dette var startskuddet til en længere periode med faldende kreditspænd og renter. Selv ikke det overraskende afstemningsresultat i Storbritannien om at forlade EU (Brexit) og valget af Trump i USA formåede at vende den positive trend. I den sidste del af året steg renterne noget igen som følge af positive globale vækstforventninger, mens Italien blev kastet ud i en politisk krise, som gav anledning til bekymring for de italienske banker, der kæmper for at leve op til kapitalkravene.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 4,82 pct., mens benchmark steg 4,77 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet positiv renteutvikling i forhold til vores forventninger og lavere merrente i forhold til sammenlignelige statsobligationer.

### Vurdering af resultatet

Virksomhedsobligationer gav et positivt afkast i 2016 drevet af både et faldende renteniveau samt indsnævringen i kreditspændet. Det relative afkast var positivt påvirket af afdelingens overvægt i mineselskabet Glencore, som endte med at være det selskab, der gav det højeste afkast i 2016. Derudover var detailkæden Casino blandt de store bidragsydere. På sektorniveau gav forsikringssselskaberne det laveste relative afkast, mens forsyning og banker gav det højeste relative afkast. Hovedparten af det positive relative afkast kom fra

### Afdelingens profil

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: April 1999
Risikoindikator (1-7): 3
Benchmark: Barclays Capital Euro-Aggregate 500MM Corp A-BBB. Indeks er hedget til DKK
Fondskode: DK0060448751
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Varigheder

0-1 år	6,0%
1-3 år	18,2%
3-5 år	31,3%
5-10 år	39,9%
Over 10 år	1,4%
Øvrige inkl. likvide	3,2%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	1,20
Standardafvigelse	3,16
Tracking error	0,47
Information Ratio	-0,06
Sharpe Ratio (benchm.)	1,33
Standardafvigelse (benchm.)	2,88

## *Euro Investment Grade-Obligationer KL*

obligationsudvælgelsen, mens også afdelingens større kursfølsomhed overfor kreditspændene bidrog positivt om end i mindre grad.

### **Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017**

Største risici for afkastet vil være en større stigning i de underliggende statsrenter. Selvom ECB's opkøb af statsobligationer forventes at holde renterne lave i en længere periode, er der risiko for en afsmittende effekt fra stigende amerikanske renter. USA er noget længere fremme i vækstcyklen end Europa og det er svært at se, at de europæiske renter ikke vil blive påvirket af en større stigning i de amerikanske renter. Skulle væksten i Europa og USA blive stærkere end antaget, kan der komme en forventning om stigende renter, som kan resultere i et negativt afkast i afdelingen.

### **Forventninger til markedet samt strategi**

Ved indgangen til 2017 er det svært at se samme positive scenarie udspille sig som i 2016, hvor der var faldende renter og kreditspænd, der var drevet af en lempelig pengepolitik fra centralbankerne, og derfor den helt afgørende faktor bag de positive afkast i 2016. Den amerikanske centralbank (Fed) hævede renten i december og varslede yderligere 3 rentestigninger i 2017, mens ECB forventes at holde den korte rente på et lavt niveau og fortsætte obligationsopkøbsprogrammet i 2017.

Vi forventer en moderat stigning i de lange renter og i kreditspændene, og at investorerne begynder at forberede sig på, at ECB gradvist nedtrapper de månedlige opkøb og vurderer på den baggrund, at kreditspændene på obligationer, der er kvalificeret til opkøb vil blive udvidet relativt mere end øvrige kreditobligationer.

Afdelingen er derfor ved indgangen til 2017 undervægtet de obligationer, som er en del af ECB's opkøbsprogram. Givet at kreditkurven er relativt flad, har vi en undervægt på kreditværdigheden i porteføljen. På landeniveau er vi overvægtet nordiske obligationer og undervægt amerikanske obligationer.

Sidstnævnte undervægt forventes at blive reduceret i starten af året. Der er ligeledes en mindre overvægt på banker samt på hybridudstedelser fra ikke-finansielle virksomheder.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Euro Investment Grade-Obligationer KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	33.994	136.071	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	279	293	Indestående i depotselskab	38.717	139.571
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>33.715</b>	<b>135.778</b>	<b>I alt likvide midler</b>	<b>38.717</b>	<b>139.571</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab:</b>			<b>Obligationer:</b>		
Obligationer	21.192	÷139.979	Not. obl. fra danske udstedere	38.789	192.001
Afledte finansielle instr.	9.157	÷40.338	Not. obl. fra udl. udstedere	1.058.334	3.285.033
Valutakonti	838	12.286	Unoterede obligationer	2.182	0
Øvrige aktiver/passiver	0	2.207	<b>I alt obligationer</b>	<b>1.099.306</b>	<b>3.477.033</b>
4 Handelsomkostninger	÷37	÷384	<b>Afl. finansielle instr.:</b>		
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>31.150</b>	<b>÷166.208</b>	Unot. afl. finansielle instr.	294	2.039
<b>I alt indtægter</b>	<b>64.866</b>	<b>÷30.430</b>	<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>294</b>	<b>2.039</b>
5 Administrationsomkostninger	10.809	34.674	<b>Andre aktiver:</b>		
<b>Resultat før skat</b>	<b>54.057</b>	<b>÷65.105</b>	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	14.275	56.981
Skat	0	0	Mellemvær. vedr. handelsafv.	18	0
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>54.057</b>	<b>÷65.105</b>	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>14.293</b>	<b>56.981</b>
<b>Resultatdisponering</b>			<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.152.609</b>	<b>3.675.624</b>
Foreslået udlodning	38.148	142.491	<b>Passiver</b>		
Overført til udlodning næste år	466	3.074	7 Investorerens formue	1.152.442	3.672.207
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	38.614	145.565	<b>Afledte finansielle instrumenter:</b>		
Overført til formuen	15.443	÷210.670	Unot. afl. finansielle instr.	8	3.218
<b>I alt disponeret</b>	<b>54.057</b>	<b>÷65.105</b>	<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>8</b>	<b>3.218</b>
			<b>Anden gæld:</b>		
			Skyldige omkostninger	160	199
			<b>I alt anden gæld</b>	<b>160</b>	<b>199</b>
			<b>Passiver i alt</b>	<b>1.152.609</b>	<b>3.675.624</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	15,79	4,04	8,33	÷1,33	4,82
Benchmarkafkast (pct.)	13,93	2,37	8,24	÷1,11	4,77
Sharpe Ratio	1,29	1,22	2,70	1,05	1,20
Indre værdi (DKK pr. andel)	116,00	117,21	120,68	110,82	111,78
Nettoresultat (t.DKK)	1.010.635	249.976	450.019	÷65.105	54.057
Udbytte (DKK pr. andel)	3,40	6,00	8,50	4,30	3,70
Administrationsomkostninger (pct.)	0,70	0,77	0,74	0,78	0,84
ÅOP	0,94	0,99	0,95	0,92	0,91
Omsætningshastighed (antal gange)	0,34	0,43	0,51	0,53	0,44
Investorerens formue (t.DKK)	6.726.724	5.723.751	5.304.100	3.672.207	1.152.442
Antal andele	57.988.970	48.834.133	43.951.053	33.137.540	10.310.206
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

## Euro Investment Grade-Obligationer KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

#### Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK

	2016	2015
Indestående i depotselskab	2	0
Noterede obligationer fra danske udstedere	1.232	5.383
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	32.730	130.688
Unoterede obligationer	3	0
Andre renteindtægter	26	0
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>33.994</b>	<b>136.071</b>

#### Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK

	2016	2015
Andre renteudgifter	279	293
<b>I alt renteudgifter</b>	<b>279</b>	<b>293</b>

#### Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK

	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	1.409	÷3.297
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	19.780	÷136.683
Unoterede obligationer	4	0
Terminforretninger/futures m.m.	4.642	÷45.508
Renteforretninger	4.515	5.169
Valutakonti	838	12.286
Øvrige aktiver/passiver	0	2.207
Handelsomkostninger	÷37	÷384
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>31.150</b>	<b>÷166.208</b>

#### Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 DKK

	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷64	÷482
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	27	97
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>÷37</b>	<b>÷384</b>

#### Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK

	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	0	0
Managementhonorar	9.007	0	28.466	0
Fast administrationshonorar	1.801	0	6.209	0
<b>I alt opdelte adm.omk.</b>	<b>10.809</b>	<b>0</b>	<b>34.674</b>	<b>0</b>
<b>I alt adm.omkostninger</b>		<b>10.809</b>		<b>34.674</b>

#### Note 6: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK

	2016	2015
Renter og udbytter	33.715	135.778
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	0	293
Kursgevinst til udlodning	25.735	86.414
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	÷14.292	÷47.852
Udlodning overført fra sidste år	3.074	856
<b>Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger</b>	<b>48.232</b>	<b>175.489</b>
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	10.809	34.674
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	1.190	4.751
<b>I alt til rådighed for udlodning, netto</b>	<b>38.614</b>	<b>145.565</b>

#### Note 7: Investorers formue

	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo	33.137.540	3.672.207	43.951.053	5.304.100
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷142.491		÷373.584
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		93.118		1.245
Emissioner i året	3.087.681	343.628	2.773.203	314.750
Indløsninger i året	÷25.915.015	÷2.869.866	÷13.586.716	÷1.510.178
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		1.789		978
Foreslået udlodning		38.148		142.491
Overførsel af periodens resultat		15.443		÷210.670
Overført til udlodning næste år		466		3.074
<b>I alt investorenes formue</b>	<b>10.310.206</b>	<b>1.152.442</b>	<b>33.137.540</b>	<b>3.672.207</b>

#### Supplerende noter

	2016	2015
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	95,2	94,7
Øvrige finansielle instrumenter	0,2	0,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>95,4</b>	<b>94,7</b>
Øvrige aktiver og passiver	4,6	5,3
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

#### Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi 2016	Markedsværdi 2015
4,375 DANICA PENSION FRN PERP/CALL	3.155	22.076
2,75 DANSKE BANK FRN 19/5-2014/2026	6.205	17.339
0,75 DANSKE BANK A/S 4/5-2015/2020	0	20.626
0,75 DANSKE BANK A/S 02/06-2016/2023	8.995	0
<b>I alt</b>	<b>18.355</b>	<b>60.041</b>

#### Underliggende eksponering ved valuta-terminsforretninger i 1.000 DKK

Valuta	Eksponering 2016
DKK	1.123.402
EUR	÷1.123.236

#### Underliggende eksponering ved futures i 1.000 DKK

Solgte rentefutures, underliggende eksponering	26.711
Købte rentefutures, underliggende eksponering	76.544

#### Netto position af sikkerheder i 1.000 DKK

Sikkerheder vedr. afledte finansielle instrumenter opgjort netto	
Sikkerhed i form af:	
Likvide midler	1.429
<b>I alt sikkerhed</b>	<b>1.429</b>

Danske Bank er modpart ved de afledte finansielle instrumenter.

## Europa KL

Investorerer bredt i europæiske aktier. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Afdelingen investerer fortrinsvis i aktier, der handles på markedspladser i Europa, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Europa, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Europa. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i eller som handles på markedspladser i lande, der grænser op til Europa. Afdelingen har således primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på europæiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

Det europæiske aktiemarked var under pres i første halvår, men kom pænt tilbage slutningen af året. Aktiemarkedet var blandt andet påvirket af Storbritanniens afstemning om fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, hvilket skabte usikkerhed op til afstemningen. Afstemningsresultat blev et nej til fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, og dette skabte fornyet usikkerhed og negative kursreaktioner. De negative kursreaktioner var imidlertid kortvarige, og andet halvår af 2016 bød på en vending i aktiemarkedet og positive afkast. Den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en pæn økonomisk vækst og attraktive finansielle vilkår var understøttende for kursudviklingen. Det amerikanske præsidentvalg, der endte med en valgsejr til den republikanske kandidat Donald Trump, afstedkom positive kursreaktioner i aktiemarkedet, stigende renter i USA samt en styrkelse af USD. I slutningen af året indgik de olieproducerende lande i OPEC en aftale med henblik på at reducere olieproduktionen, hvilket bevirkede, at olieprisen steg til ca. USD 57 pr. tønde Brent.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et negativt afkast på 0,20 pct., mens benchmark steg 2,20 pct. Afdelingens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har ikke indfriet vores forventning om moderat positivt afkast på grund af Brexit og usikkerheden om det fremtidige økonomiske samarbejde i Europa.

### Vurdering af resultatet

Der var i 2016 en betydelig negativ påvirkning fra afdelingens undervægt til materialer samt integrerede olieaktier. Yderligere var afdelingen overvægtet telekommunikation, hvilket ligeledes trak ned i det relative afkast. Aktievalgene indenfor sundhed og telekommunikation var også medvirkende til det skuffende resultat. På den positive side trak aktievalgene indenfor cyklisk forbrug og industri samt fravalget af forsyningssselskaber op i det relative afkast.

#### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Juni 1989

Risikoindikator (1-7): 6

Benchmark: MSCI Europe inkl. nettoudbytter

Fondskode: DK0010252956

Porteføljerrådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

#### Branchefordeling

Finans	22,6%
Konsumentvarer	15,4%
Sundhedspleje	12,3%
Industri	10,9%
Forbrugsgoder	10,5%
Øvrige inkl. likvide	28,3%

#### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,46
Standardafvigelse	12,88
Tracking error	2,88
Information Ratio	0,14
Sharpe Ratio (benchm.)	0,42
Standardafvigelse (benchm.)	13,15
Active share	75,33



## Europa KL

Særligt Adidas, Michelin og Publicis var drivkraft bag det positive bidrag indenfor cyklisk forbrug. Især Adidas var en positiv overraskelse. Sportstøjskategorien oplever betydelig medvind og for Adidas er særligt sportssko en stor succes.

Indenfor telekommunikation oplevede især engelske BT Group en skuffende kursudvikling. Der opstod i løbet af året usikkerhed om myndighedernes krav om konkurrenters adgang til BT Groups netværk. Endvidere blev selskabets underfinansierede pensionsunderskud et fokuspunkt efter beslutningen om udtrædelse af EU. Dette skyldes at de engelske renter faldt betydelige og hermed afstedkom en forøgelse af pensionsunderskuddet. Indenfor sundhed var særligt kursudviklingen i Novo Nordisk en skuffelse. Selskabet oplevede et betydeligt prispres i det vigtige amerikanske marked hvilket gav anledning til en markant forringelse af indtjeningsforventningerne for selskabet. Indenfor energi kunne engelske Petrofac ikke følge med sektoren men især fravalget af de store integrerede olieselskaber som Shell og BP trak ned i det relative afkast.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Væksten i verdensøkonomien er fortsat positivt understøttet af en lempelig pengepolitik i såvel de udviklede økonomier som i emerging markets. Vækstniveauet i de udviklede økonomier er præget af diversitet de økonomiske regioner imellem. Europæisk økonomi er positivt understøttet af den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar, attraktive finansielle vilkår og afdæmpede inflationsforventninger. I USA er den økonomiske vækst pæn og arbejdsmarkedet stramt, og den Amerikanske Centralbank har genoptaget forhøjelserne af de ledende renter. Det er endnu ikke afklaret i detaljer, hvorledes den nyvalgte amerikanske præsident, Donald Trump, vil forvalte sit præsidentembede – herunder evt. ændre den førte økonomiske politik. Usikkerhed med hensyn til den økonomiske udvikling, tempoet i stramningen af pengepolitikken i USA samt mindre tiltro til længden af en fortsat lempelig pengepolitik i Europa vil kunne give anledning til en negativ stemning på aktiemarkederne i Europa og globalt.

De afledte effekter på de globale finansielle markeder af en stramning af pengepolitikken i USA og dermed en stigning i de ledende renter i takt med pæn økonomisk vækst har blandt andet medført, at renten på 10-årige statsobligationer er steget. Dette indikerer således et paradigmeskift efter en lang periode med rentefald. En intensivering i rentestigningerne blandt andet er drevet af ændringen i den førte økonomiske politik kan give usikkerhed på aktiemarkederne.

Udviklingen på råvaremarkederne – og i særdeleshed i olieprisen – samt valutabevægelser kan få såvel positive som negative afledte effekter på aktiemarkederne.

Endelig vil en række betydende folkeafstemninger i Europa, Storbritanniens forventede aktivering af artikel 50 i starten af 2017 og nyheder i relation til de politiske forhandlinger kunne påvirke aktiemarkederne negativt.

Afdelingens investeringer er fordelt over flere sektorer uden meget markante over- eller undervægte. Den største risiko for at afdelingen afkast ikke kan følge markedet, vurderes at komme fra udviklingen i de enkelte selskaber.

### Forventninger til markedet samt strategi

Væksten i den globale økonomi er positiv drevet af en solid økonomisk udvikling i de udviklede økonomier samtidigt med, at den økonomiske vækst i emerging markets er stabiliseret. I Europa forventer vi fortsat meget lempelige finansielle vilkår. Dette er stimulerende for investerings- og forbrugslysten, samtidigt med at en fortsat svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar vil være understøttende for den økonomiske vækst i Europa og dermed skabe et fornuftigt indtjeningspotentiale. Dette kombineret med en attraktiv prisfastsættelse medfører, at vi forventer en moderat positiv udvikling på aktiemarkederne, men også markeder, der vil være præget af både stigende og faldende risikoappetit drevet af økonomiske og politiske nyheder globalt.

Afdelingens største overvægt ved udgangen af 2016 er aktier i sektorerne forsikring, informationsteknologi og stabilt forbrugs hvor stærke balancer og en global, robust forretningsmodel giver grobund for fortsat indtjeningsvækst. Endvidere leder vi efter selskaber på tværs af de øvrige sektorer, som via interne forbedringer og omstruktureringer kan forbedre indtjeningsniveauet. Vi er undervægtet råvaresekskaber så som miner, stål- og cementproducenter. Vi undgår selskaber hvor den gældende dividendepolitik opretholdes ved gældsoptagelse og eller underinvesteringer. Ligeledes undgår vi 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 følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Europa KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	23	31	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	50	80	Indestående i depotselskab	9.206	20.241
3 Udbytter	34.847	46.276	I alt likvide midler	9.206	20.241
I alt renter og udbytter	34.821	46.228	<b>Kapitalandele:</b>		
4 <b>Kursgevinster og -tab:</b>			Not. aktier fra DK selskaber	73.528	134.526
Kapitalandele	÷29.044	230.882	Not. aktier fra udl. selskaber	896.678	1.097.970
Valutakonti	÷116	4.705	I alt kapitalandele	970.206	1.232.496
Øvrige aktiver/passiver	÷110	86	<b>Andre aktiver:</b>		
5 Handelsomkostninger	÷1.180	÷1.199	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	848	623
I alt kursgevinster og -tab	÷30.450	234.474	Andre tilgodehavender	0	8
I alt indtægter	4.371	280.701	Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	587
6 Administrationsomkostninger	15.333	21.640	Aktuelle skatteaktiver	3.568	4.511
Resultat før skat	÷10.962	259.062	I alt andre aktiver	4.417	5.730
7 Skat	1.829	1.673	<b>Aktiver i alt</b>	<b>983.829</b>	<b>1.258.466</b>
Årets nettoresultat	÷12.791	257.389	<b>Passiver</b>		
<b>Resultatdisponering</b>			9 Investorerens formue	983.586	1.258.367
Foreslået udlodning	60.858	147.785	<b>Anden gæld:</b>		
Overført til udlodning næste år	132	619	Skyldige omkostninger	242	99
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	60.989	148.404	I alt anden gæld	242	99
Overført til formuen	÷73.781	108.985	<b>Passiver i alt</b>	<b>983.829</b>	<b>1.258.466</b>
I alt disponeret	÷12.791	257.389			

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	23,76	15,56	5,68	13,33	÷0,20
Benchmarkafkast (pct.)	17,74	19,81	6,64	8,46	2,20
Sharpe Ratio	0,58	0,71	1,50	0,93	0,46
Indre værdi (DKK pr. andel)	106,90	121,57	128,48	145,60	127,68
Nettoresultat (t.DKK)	121.268	100.631	89.379	257.389	÷12.791
Udbytte (DKK pr. andel)	1,75	0,00	0,00	17,10	7,90
Administrationsomkostninger (pct.)	1,40	1,47	1,40	1,44	1,49
ÅOP	1,77	1,79	1,72	1,65	1,68
Omsætningshastighed (antal gange)	0,20	0,14	0,14	0,28	0,28
Investorerens formue (t.DKK)	667.203	888.446	1.599.382	1.258.367	983.586
Antal andele	6.241.135	7.307.994	12.448.363	8.642.378	7.703.502
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

## Europa KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	23	31
I alt renteindtægter	23	31

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	50	80
I alt renteudgifter	50	80

Note 3: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	1.803	2.256
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	33.044	44.020
I alt udbytter	34.847	46.276

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	÷1.251	64.655
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	÷27.793	166.227
Valutakonti	÷116	4.705
Øvrige aktiver/passiver	÷110	86
Handelsomkostninger	÷1.180	÷1.199
I alt kursgevinster og -tab	+30.450	234.474

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷1.586	÷2.328
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	406	1.129
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷1.180	÷1.199

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	0	0	69	0
Øvrige omkostninger	0	0	13	0
Managementhonorar	13.893	0	19.451	0
Fast administrationshonorar	1.441	0	2.106	0
I alt opdelte adm.omk.	15.333	0	21.640	0
I alt adm.omkostninger		15.333		21.640

Note 7: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	1.829	1.673
I alt skat	1.829	1.673

Note 8: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK	2016	2015
Renter og udbytter	34.821	46.228
Ikke refunderbar udbytteskat	÷1.829	÷1.673
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	655	÷753
Kursgevinst til udlodning	47.722	221.996
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	÷6.589	÷27.150
Udlodning overført fra sidste år	619	÷71.918
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	75.399	166.730
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	15.333	21.640
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	924	3.313
I alt til rådighed for udlodning netto	60.989	148.404

Note 9: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerens formue primo	8.642.378	1.258.367	12.448.363	1.599.382
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷147.785		0
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		265		0
Emissioner i året	527.599	69.883	803.153	117.356
Indløsninger i året	÷1.466.475	÷184.458	÷4.609.138	÷716.846
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		105		1.086
Foreslået udlodning		60.858		147.785
Overførsel af periodens resultat		÷73.781		108.985
Overført til udlodning næste år		132		619
I alt investorenes formue	7.703.502	983.586	8.642.378	1.258.367

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,6	97,9
I alt finansielle instrumenter	98,6	97,9
Øvrige aktiver og passiver	1,4	2,1
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank	Markedsværdi 2016	Markedsværdi 2015
Navn		
Danske Bank	0	20.879

## *Europa – Akkumulerende KL*

Investerer bredt i europæiske aktier. Afdelingen er aktivt styret. Hovedparten af afdelingens investeringer vil være i eller afdækket mod DKK eller euro.

Afdelingen udbydes i en andelsklasse:

- Europa – Akkumulerende, klasse DKK h

Afdelingens ledelsesberetning og det samlede regnskab omfattende resultat af investeringer m.m., som foretages fælles for klasserne, samt resultat af klassernes egne valutaafdækninger og omkostninger findes på de følgende sider:

Noter for de enkelte klasser findes også på de følgende sider:

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

## Europa – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK		31.12.2016 1.000 DKK	31.12.2015 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	17	10	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	34	46	Indestående i depotselskab	6.164	6.650
3 Udbytter	15.746	15.177	<b>I alt likvide midler</b>	<b>6.164</b>	<b>6.650</b>
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>15.729</b>	<b>15.140</b>	<b>Kapitalandele:</b>		
4 <b>Kursgevinster og -tab:</b>			Not. aktier fra DK selskaber	63.216	49.470
Kapitalandele	22.789	52.978	Not. aktier fra udl. selskaber	770.783	403.159
Afledte finansielle instr.	15.736	÷13.973	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>833.999</b>	<b>452.628</b>
Valutakonti	÷1.558	÷5.763	<b>Afl. finansielle instr.:</b>		
Øvrige aktiver/passiver	÷74	124	Unot. afl. finansielle instr.	÷343	5.743
5 Handelsomkostninger	÷673	÷471	<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>÷343</b>	<b>5.743</b>
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>36.220</b>	<b>32.894</b>	<b>Andre aktiver:</b>		
<b>I alt indtægter</b>	<b>51.950</b>	<b>48.034</b>	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	714	235
6 Administrationsomkostninger	8.605	7.261	Aktuelle skatteaktiver	1.716	2.616
<b>Resultat før skat</b>	<b>43.345</b>	<b>40.773</b>	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>2.430</b>	<b>2.851</b>
7 Skat	902	547	<b>Aktiver i alt</b>	<b>842.250</b>	<b>467.872</b>
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>42.443</b>	<b>40.227</b>	<b>Passiver</b>		
<b>Resultatdisponering</b>			8 Investorers formue	840.226	467.016
Overført til formuen	42.443	40.227	<b>Afledte finansielle instrumenter:</b>		
<b>I alt disponeret</b>	<b>42.443</b>	<b>40.227</b>	Unot. afl. finansielle instr.	1.815	820
			<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>1.815</b>	<b>820</b>
			<b>Anden gæld:</b>		
			Skyldige omkostninger	209	37
			<b>I alt anden gæld</b>	<b>209</b>	<b>37</b>
			<b>Passiver i alt</b>	<b>842.250</b>	<b>467.872</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Nettoresultat (t.DKK)	87.509	69.494	16.092	40.227	42.443
Omsætningshastighed (antal gange)	0,21	0,09	0,19	0,32	0,31
Investorers formue (t.DKK)	491.611	529.524	496.657	467.016	840.226

## Europa – Akkumulerende KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	17	10
I alt renteindtægter	17	10

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	34	46
I alt renteudgifter	34	46

Note 3: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	764	714
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	14.983	14.463
I alt udbytter	15.746	15.177

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	÷2.061	19.844
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	24.850	33.134
Terminsforsætninger/futures m.m.	15.736	÷13.973
Valutakonti	÷1.558	÷5.763
Øvrige aktiver/passiver	÷74	124
Handelsomkostninger	÷673	÷471
I alt kursgevinster og -tab	36.220	32.894

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷1.764	÷837
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	1.091	366
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷673	÷471

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015		
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	0	0	32	0
Øvrige omkostninger	0	0	6	0
Managementhonorar	7.796	0	6.521	0
Fast administrationshonorar	809	0	703	0
I alt opdelte adm.omk.	8.605	0	7.261	0
I alt adm.omkostninger		8.605		7.261

Note 7: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	902	547
I alt skat	902	547

Note 8: Investorers formue	2016	2015
	Antal andele i 1.000 DKK	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerens formue primo		467.016
Emissioner i året		478.340
Indløsninger i året		÷147.731
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		157
Overførsel af periodens resultat		42.443
I alt investoreernes formue		840.226
	Antal andele i 1.000 DKK	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerens formue primo		496.657
Emissioner i året		84.422
Indløsninger i året		÷154.585
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		295
Overførsel af periodens resultat		40.227
I alt investoreernes formue		467.016

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,3	96,9
Øvrige finansielle instrumenter	÷0,3	1,1
I alt finansielle instrumenter	99,0	98,0
Øvrige aktiver og passiver	1,0	2,0
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank	Markedsværdi 2016	Markedsværdi 2015
Navn		
Danske Bank	0	7.684

Underliggende eksponering ved valuta-terminsforsætninger i 1.000 DKK

Valuta	Eksponering 2016
CHF	÷94.949
DKK	761.873
EUR	÷346.119
GBP	÷234.582
NOK	÷33.699
SEK	÷54.785

Danske Bank er modpart ved de afledte finansielle instrumenter.

## Europa – Akkumulerende, klasse DKK h

### Andelsklasse under Europa – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

#### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

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 europæiske aktier. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet.

#### Markedet

Det europæiske aktiemarked var under pres i første halvår, men kom pænt tilbage slutningen af året. Aktiemarkedet var blandt andet påvirket af Storbritanniens afstemning om fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, hvilket skabte usikkerhed op til afstemningen. Afstemningsresultat blev et nej til fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, og dette skabte fornyet usikkerhed og negative kursreakti-

oner. De negative kursreaktioner var imidlertid kortvarige, og andet halvår af 2016 bød på en vending i aktiemarkedet og positive afkast. Den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en pæn økonomisk vækst og attraktive finansielle vilkår var understøttende for kursudviklingen. Det amerikanske præsidentvalg, der endte med en valgsejr til den republikanske kandidat Donald Trump, afstedkom positive kursreaktioner i aktiemarkedet, stigende renter i USA samt en styrkelse af USD. I slutningen af året indgik de olieproducerende lande i OPEC en aftale med henblik på at reducere olieproduktionen, hvilket bevirkede, at olieprisen steg til ca. USD 57 pr. tønde Brent.

#### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et negativt afkast på 3,88 pct., mens benchmark steg 6,86 pct. Andelsklassens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en stabilisering af råvarepriserne, fortsat lave renter og god økonomisk vækst.

Valutasikringen bidrog positivt til andelsklassens afkast.

#### Vurdering af resultatet

Der var i 2016 en betydelig negativ påvirkning fra undervægten til materialer samt integrerede olieaktier. Yderligere var andelsklassen overvægtet telekommunikation, hvilket ligeledes trak ned i det relative afkast. Aktievalgene indenfor sundhed og telekommunikation var også medvirkende til det skuffende resultat. På den positive side trak aktievalgene indenfor cyklisk forbrug og industri samt fravalget af forsyningsselskaber op i det relative afkast.

Særligt adidas, Michelin og Publicis var drivkraft bag det positive bidrag indenfor cyklisk forbrug. Især adidas var en positiv overraskelse. Sportstøjskategorien oplever betydelig medvind og for adidas er særligt sportssko en stor succes.

Indenfor telekommunikation oplevede især engelske BT Group en skuffende kursudvikling. Der opstod i løbet af året usikkerhed om myndighedernes krav om konkurrenters adgang

#### Andelsklassens profil

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: December 2004
Risikoindikator [1-7]: 6
Benchmark: MSCI Europe inkl. nettoudbytter hedget til DKK
Fondskode: DK0016290265
Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

#### Branchefordeling

Finans	22,7%
Konsumtvarer	15,5%
Sundhedspleje	12,3%
Industri	10,9%
Forbrugsgoder	10,5%
Øvrige inkl. likvide	28,1%

#### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,46
Standardafvigelse	11,03
Tracking error	2,96
Information Ratio	0,01
Sharpe Ratio (benchm.)	0,44
Standardafvigelse (benchm.)	11,48
Active share	75,35

## Europa – Akkumulerende, klasse DKK h

### Andelsklasse under Europa – Akkumulerende KL

til BT Groups netværk. Endvidere blev selskabets underfinansierede pensionsunderskud et fokuspunkt efter beslutningen om udtrædelse af EU. Dette skyldes at de engelske renter faldt betydelige og hermed afstedkom en forøgelse af pensionsunderskuddet. Indenfor sundhed var særligt kursudviklingen i Novo Nordisk en skuffelse. Selskabet oplevede et betydeligt prispres i det vigtige amerikanske marked hvilket gav anledning til en markant forringelse af indtjeningsforventningerne for selskabet. Indenfor energi kunne engelske Petrofac ikke følge med sektoren men især fravalget af de store integrerede olie-selskaber som Shell og BP trak ned i det relative afkast.

#### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Væksten i verdensøkonomien er fortsat positivt understøttet af en lempelig pengepolitik i såvel de udviklede økonomier som i emerging markets. Vækstniveauet i de udviklede økonomier er præget af diversitet i økonomiske regioner imellem. Europæisk økonomi er positivt understøttet af den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar, attraktive finansielle vilkår og afdæmpede inflationsforventninger. I USA er den økonomiske vækst pæn og arbejdsmarkedet stramt, og den Amerikanske Centralbank har genoptaget forhøjelserne af de ledende renter. Det er endnu ikke afklaret i detaljer, hvorledes den nyvalgte amerikanske præsident, Donald Trump, vil forvalte sit præsidentembede – herunder evt. ændre den førte økonomiske politik. Usikkerhed med hensyn til den økonomiske udvikling, tempoet i stramningen af pengepolitikken i USA samt mindre tiltro til længden af en fortsat lempelig pengepolitik i Europa vil kunne give anledning til en negativ stemning på aktiemarkederne i Europa og globalt.

De afledte effekter på de globale finansielle markeder af en stramning af pengepolitikken i USA og dermed en stigning i de ledende renter i takt med pæn økonomisk vækst har blandt andet medført, at renten på 10-årige statsobligationer er steget. Dette indikerer således et paradigmeskift efter en lang periode med rentefald. En intensivering i rentestigningerne blandt andet er drevet af ændringen i den førte økonomiske politik kan give usikkerhed på aktiemarkederne.

Udviklingen på råvaremarkederne – og i særdeleshed i olieprisen – samt valutabevægelser kan få såvel positive som negative afledte effekter på aktiemarkederne.

Endelig vil en række betydende folkeafstemninger i Europa, Storbritanniens forventede aktivering af artikel 50 i starten

af 2017 og nyheder i relation til de politiske forhandlinger kunne påvirke aktiemarkederne negativt.

Andelsklassens investeringer er fordelt over flere sektorer uden meget markante over- eller undervægte. Den største risiko for at andelsklassen afkast ikke kan følge markedet, vurderes at komme fra udviklingen i de enkelte selskaber.

#### Forventninger til markedet samt strategi

Væksten i den globale økonomi er positiv drevet af en solid økonomisk udvikling i de udviklede økonomier samtidigt med, at den økonomiske vækst i emerging markets er stabiliseret. I Europa forventer vi fortsat meget lempelige finansielle vilkår. Dette er stimulerende for investerings- og forbrugslysten, samtidigt med at en fortsat svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar vil være understøttende for den økonomiske vækst i Europa og dermed skabe et fornuftigt indtjeningspotentiale. Dette kombineret med en attraktiv prisfastsættelse medfører, at vi forventer en moderat positiv udvikling på aktiemarkederne, men også markeder, der vil være præget af både stigende og faldende risikoappetit drevet af økonomiske og politiske nyheder globalt.

Andelsklassens største overvægt ved udgangen af 2016 er aktier i sektorerne forsikring, informationsteknologi og stabilt forbrugs hvor stærke balancer og en global, robust forretningsmodel giver grobund for fortsat indtjeningsvækst. Endvidere leder vi efter selskaber på tværs af de øvrige sektorer, som via interne forbedringer og omstruktureringer kan forbedre indtjeningssevnen. Vi er undervægtet råvareselskaber så som miner, stål- og cementproducenter. Vi undgår selskaber hvor den gældende dividendepolitik opretholdes ved gældsoptagelse og eller underinvesteringer. Ligeledes undgår vi 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.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.



## Europa – Akkumulerende, klasse DKK h

Andelsklasse under Europa – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	21,12	16,70	3,29	8,52	3,88
Benchmarkafkast (pct.)	15,10	20,83	4,27	4,40	6,86
Sharpe Ratio	0,38	0,64	1,32	0,84	0,46
Indre værdi (DKK pr. andel)	147,14	171,70	177,36	192,47	199,94
Nettoreultat (t.DKK)	87.509	69.494	16.092	40.227	42.443
Administrationsomkostninger (pct.)	1,41	1,47	1,41	1,45	1,49
ÅOP	0,00	1,77	1,72	1,66	1,68
Investorers formue (t.DKK)	491.611	529.524	496.657	467.016	840.226
Antal andele	3.341.227	3.083.931	2.800.273	2.426.495	4.202.371
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

<b>KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK</b>	<b>1.1.-31.12.2016</b>	<b>1.1.-31.12.2015</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen	51.048	47.456
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	8.605	7.230
<b>Klassens resultat</b>	<b>42.443</b>	<b>40.227</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorers formue primo	467.016	496.657
Emissioner i året	478.340	84.422
Indløsninger i året	÷ 147.731	÷ 154.585
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	157	295
Overførsel af periodens resultat	42.443	40.227
<b>Investorers formue ultimo</b>	<b>840.226</b>	<b>467.016</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	2.426.495	2.800.273
Emissioner i året	2.566.488	432.633
Indløsninger i året	÷ 790.612	÷ 806.411
<b>Andele ultimo året</b>	<b>4.202.371</b>	<b>2.426.495</b>

## Europa Fokus KL

Investorerer fokuseret i europæiske aktier. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Afdelingen investerer i aktier, der handles på markedspladser i Europa, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Europa, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Europa. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i eller som handles på markedspladser i lande, der grænser op til Europa. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko primært i forhold til udviklingen på europæiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

Det europæiske aktiemarked var under pres i første halvår, men kom pænt tilbage slutningen af året. Aktiemarkedet var

blandt andet påvirket af Storbritanniens afstemning om fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, hvilket skabte usikkerhed op til afstemningen. Afstemningsresultat blev et nej til fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, og dette skabte fornyet usikkerhed og negative kursreaktioner. De negative kursreaktioner var imidlertid kortvarige, og andet halvår af 2016 bød på en vending i aktiemarkedet og positive afkast. Den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en pæn økonomisk vækst og attraktive finansielle vilkår var understøttende for kursudviklingen. Det amerikanske præsidentvalg, der endte med en valgsejr til den republikanske kandidat Donald Trump, afstedkom positive kursreaktioner i aktiemarkedet, stigende renter i USA samt en styrkelse af USD. I slutningen af året indgik de olieproducerende lande i OPEC en aftale med henblik på at reducere olieproduktionen, hvilket bevirkede, at olieprisen steg til ca. USD 57 pr. tønde Brent.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et negativt afkast på 8,01 pct., mens benchmark steg 2,20 pct. Afdelingens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har ikke indfriet vores forventning om moderat positivt afkast på grund af Brexit og usikkerheden om det fremtidige økonomiske samarbejde i Europa.

### Vurdering af resultatet

Bidragene til det svage afkast er på sektorniveau kommet fra betydelig undervægt til cykliske selskaber indenfor materialer og energi, der er steget kraftigt i 2016. På selskabsniveau har positioner i optikerkæden Grandvision, den engelske byggegrossist Travis Perkins, det tyske telekom internet selskab United internet samt Novo Nordisk bidraget negativt. Herudover har en række af porteføljeselskaberne ikke leveret positive aktieafkast til trods for en fortsat gunstig udvikling i deres indtjening.

De to største positive bidrag til afkastet har været tyske Henkel og danske DSV, hvis integration af deres opkøb af UTI forløber som planlagt.

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Juli 1998

Risikoindikator (1-7): 6

Benchmark: MSCI Europe inkl. nettoudbytter

Fondskode: DK0010245901

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Branchefordeling

Industri	30,7%
Sundhedspleje	16,8%
Forbrugsgoder	15,4%
Finans	10,8%
Konsumentvarer	10,7%
Øvrige inkl. likvide	15,6%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,01
Standardafvigelse	14,02
Tracking error	4,68
Information Ratio	÷ 1,20
Sharpe Ratio (benchm.)	0,42
Standardafvigelse (benchm.)	13,15
Active share	92,45

## Europa Fokus KL

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Væksten i verdensøkonomien er fortsat positivt understøttet af en lempelig pengepolitik i såvel de udviklede økonomier som i emerging markets. Vækstniveauet i de udviklede økonomier er præget af diversitet de økonomiske regioner imellem. Europæisk økonomi er positivt understøttet af den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar, attraktive finansielle vilkår og afdæmpede inflationsforventninger. I USA er den økonomiske vækst pæn og arbejdsmarkedet stramt, og den Amerikanske Centralbank har genoptaget forhøjelserne af de ledende renter. Det er endnu ikke afklaret i detaljer, hvorledes den nyvalgte amerikanske præsident, Donald Trump, vil forvalte sit præsidentembede – herunder evt. ændre den førte økonomiske politik. Usikkerhed med hensyn til den økonomiske udvikling, tempoet i stramningen af pengepolitikken i USA samt mindre tiltro til længden af en fortsat lempelig pengepolitik i Europa vil kunne give anledning til en negativ stemning på aktiemarkederne i Europa og globalt.

De afledte effekter på de globale finansielle markeder af en stramning af pengepolitikken i USA og dermed en stigning i de ledende renter i takt med pæn økonomisk vækst har blandt andet medført, at renten på 10-årige statsobligationer er steget. Dette indikerer således et paradigmeskift efter en lang periode med rentefald. En intensivering i rentestigningerne blandt andet er drevet af ændringen i den førte økonomiske politik kan give usikkerhed på aktiemarkederne.

Udviklingen på råvaremarkederne – og i særdeleshed i olieprisen – samt valutabevægelser kan få såvel positive som negative afledte effekter på aktiemarkederne.

Endelig vil en række betydende folkeafstemninger i Europa, Storbritanniens forventede aktivering af artikel 50 i starten af 2017 og nyheder i relation til de politiske forhandlinger kunne påvirke aktiemarkederne negativt.

Afdelingens største overvægt ved udgangen af 2016 er aktier med en robust forretningsmodel der typisk opererer indenfor niches, der giver dem mulighed for at skabe et højt

afkast på kapitalen. Vi er fortsat undervægtet finans, forsyningsselskaber og olieselskaber idet selskaberne ikke opfylder vores investeringskriterier. Til trods for fravalg af disse sektorer områder er det dog vores vurdering at fejlagtige tilvalg udgør en større risiko end de bevidste fravalg.

### Forventninger til markedet samt strategi

Væksten i den globale økonomi er positiv drevet af en solid økonomisk udvikling i de udviklede økonomier samtidigt med, at den økonomiske vækst i emerging markets er stabiliseret. I Europa forventer vi fortsat meget lempelige finansielle vilkår. Dette er stimulerende for investerings- og forbrugslysten, samtidigt med at en fortsat svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar vil være understøttende for den økonomiske vækst i Europa og dermed skabe et fornuftigt indtjeningspotentiale. Dette kombineret med en attraktiv prisfastsættelse medfører, at vi forventer en moderat positiv udvikling på aktiemarkederne, men også markeder, der vil være præget af både stigende og faldende risikoappetit drevet af økonomiske og politiske nyheder globalt.

Afdelingens største overvægt ved udgangen af 2016 er aktier indenfor industriel service og en række af forbrugsselskaber. Generelt er det vores vurdering, at vi har en portefølje bestående af velpositionerede kvalitetsselskaber med både lokalt og globalt fokus, rimelig prisfastsættelse og stærke balancer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Europa Fokus KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	14	13	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	36	43	Indestående i depotselskab	2.346	25.714
3 Udbytter	12.586	14.406	<b>I alt likvide midler</b>	<b>2.346</b>	<b>25.714</b>
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>12.564</b>	<b>14.377</b>	<b>Kapitalandele:</b>		
4 <b>Kursgevinster og -tab:</b>			Not. aktier fra DK selskaber	40.845	54.567
Kapitalandele	÷54.916	63.751	Not. aktier fra udl. selskaber	375.895	531.564
Valutakonti	400	2.379	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>416.740</b>	<b>586.131</b>
Øvrige aktiver/passiver	÷112	90	<b>Andre aktiver:</b>		
5 Handelsomkostninger	÷399	÷852	Aktuelle skatteaktiver	1.095	2.921
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>÷55.027</b>	<b>65.367</b>	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>1.095</b>	<b>2.921</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>÷42.463</b>	<b>79.744</b>	<b>Aktiver i alt</b>	<b>420.181</b>	<b>614.766</b>
6 Administrationsomkostninger	8.005	10.371	<b>Passiver</b>		
<b>Resultat før skat</b>	<b>÷50.468</b>	<b>69.372</b>	9 <b>Investorers formue</b>	<b>419.174</b>	<b>614.717</b>
7 Skat	481	÷424	<b>Anden gæld:</b>		
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>÷50.949</b>	<b>69.797</b>	Skyldige omkostninger	111	49
<b>Resultatdisponering</b>			Mellemvær. vedr. handelsafv.	895	0
Foreslået udlodning	10.476	0	<b>I alt anden gæld</b>	<b>1.006</b>	<b>49</b>
Overført til udlodning næste år	318	0	<b>Passiver i alt</b>	<b>420.181</b>	<b>614.766</b>
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	10.793	0			
Overført til formuen	÷61.743	69.797			
<b>I alt disponeret</b>	<b>÷50.949</b>	<b>69.797</b>			

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	30,09	11,90	÷2,08	11,43	÷8,01
Benchmarkafkast (pct.)	17,74	19,81	6,64	8,46	2,20
Sharpe Ratio	0,40	0,64	1,11	0,53	0,01
Indre værdi (DKK pr. andel)	101,02	111,62	109,30	121,79	112,04
Nettoresultat (t.DKK)	174.311	92.774	÷33.192	69.797	÷50.949
Udbytte (DKK pr. andel)	1,25	0,00	0,00	0,00	2,80
Administrationsomkostninger (pct.)	1,60	1,68	1,62	1,62	1,62
ÅOP	1,95	2,00	1,99	1,84	1,77
Omsætningshastighed (antal gange)	0,24	0,20	0,43	0,39	0,26
Investorers formue (t.DKK)	799.389	819.283	596.181	614.717	419.174
Antal andele	7.913.477	7.340.003	5.454.412	5.047.252	3.741.252
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

## Europa Fokus KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	14	13
I alt renteindtægter	14	13

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	36	43
I alt renteudgifter	36	43

Note 3: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	1.112	543
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	11.474	13.864
I alt udbytter	12.586	14.406

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	÷5.551	18.648
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	÷49.365	45.103
Valutakonti	400	2.379
Øvrige aktiver/passiver	÷112	90
Handelsomkostninger	÷399	÷852
I alt kursgevinster og -tab	÷55.027	65.367

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷603	÷1.018
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	204	166
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷399	÷852

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	0	0	85	0
Øvrige omkostninger	0	0	20	0
Managementhonorar	7.313	0	9.370	0
Fast administrationshonorar	692	0	896	0
I alt opdelte adm.omk.	8.005	0	10.371	0
I alt adm.omkostninger		8.005		10.371

Note 7: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	481	÷424
I alt skat	481	÷424

Note 8: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK	2016	2015
Renter og udbytter	12.564	14.377
Ikke refunderbar udbytteskat	÷481	424
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	1.609	1.286
Kursgevinst til udlodning	4.423	47.522
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	÷573	2.993
Udlodning overført fra sidste år	0	÷61.933
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	17.542	4.670
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	8.005	10.371
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	1.256	177
I alt til rådighed for udlodning, brutto	10.793	÷5.525
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	0	÷5.525
I alt til rådighed for udlodning, netto	10.793	0

Note 9: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerens formue primo	5.047.252	614.717	5.454.412	596.181
Emissioner i året	7.000	772	180.500	22.454
Indløsninger i året	÷1.313.000	÷145.373	÷587.660	÷73.801
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		9		86
Foreslået udlodning		10.476		0
Overførsel af periodens resultat		÷61.743		69.797
Overført til udlodning næste år		318		0
I alt investorernes formue	3.741.252	419.174	5.047.252	614.717

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,4	95,3
I alt finansielle instrumenter	99,4	95,3
Øvrige aktiver og passiver	0,6	4,7
I alt	100,0	100,0

## Europa Fokus – Akkumulerende KL

Investorerer fokuseret i europæiske aktier. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Afdelingen investerer i aktier, der handles på markedspladser i Europa, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Europa, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Europa. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i eller som handles på markedspladser i lande, der grænser op til Europa. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko primært i forhold til udviklingen på europæiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

Det europæiske aktiemarked var under pres i første halvår, men kom pænt tilbage slutningen af året. Aktiemarkedet

var blandt andet påvirket af Storbritanniens afstemning om fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, hvilket skabte usikkerhed op til afstemningen. Afstemningsresultat blev et nej til fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, og dette skabte fornyet usikkerhed og negative kursreaktioner. De negative kursreaktioner var imidlertid kortvarige, og andet halvår af 2016 bød på en vending i aktiemarkedet og positive afkast. Den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en pæn økonomisk vækst og attraktive finansielle vilkår var understøttende for kursudviklingen. Det amerikanske præsidentvalg, der endte med en valgsejr til den republikanske kandidat Donald Trump, afstedkom positive kursreaktioner i aktiemarkedet, stigende renter i USA samt en styrkelse af USD. I slutningen af året indgik de olieproducerende lande i OPEC en aftale med henblik på at reducere olieproduktionen, hvilket bevirkede, at olieprisen steg til ca. USD 57 pr. tønde Brent.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et negativt afkast på 8,03 pct., mens benchmark steg 2,20 pct. Afdelingens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har ikke indfriet vores forventning om moderat positivt afkast på grund af Brexit og usikkerheden om det fremtidige økonomiske samarbejde i Europa.

### Vurdering af resultatet

Bidragene til det svage afkast er på sektorniveau kommet fra betydelig undervægt til cykliske selskaber indenfor materialer og energi, der er steget kraftigt i 2016. På selskabsniveau har positioner i optikerkæden Grandvision, den engelske byggegrossist Travis Perkins, det tyske telekom internet selskab United internet samt Novo Nordisk bidraget negativt. Herudover har en række af porteføljeselskaberne ikke leveret positive aktieafkast til trods for en fortsat gunstig udvikling i deres indtjening.

De to største positive bidrag til afkastet har været tyske Henkel og danske DSV, hvis integration af deres opkøb af UTI forløber som planlagt.

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Juni 2010

Risikoindikator (1-7): 6

Benchmark: MSCI Europe inkl. nettoudbytter

Fondskode: DK0060229011

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Branchefordeling

Industri	30,6%
Sundhedspleje	16,7%
Forbrugsgoder	15,3%
Finans	10,7%
Konsumentvarer	10,6%
Øvrige inkl. likvide	16,1%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,00
Standardafvigelse	14,03
Tracking error	4,64
Information Ratio	÷ 1,23
Sharpe Ratio (benchm.)	0,42
Standardafvigelse (benchm.)	13,15
Active share	92,44

## Europa Fokus – Akkumulerende KL

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Væksten i verdensøkonomien er fortsat positivt understøttet af en lempelig pengepolitik i såvel de udviklede økonomier som i emerging markets. Vækstniveauet i de udviklede økonomier er præget af diversitet de økonomiske regioner imellem. Europæisk økonomi er positivt understøttet af den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar, attraktive finansielle vilkår og afdæmpede inflationsforventninger. I USA er den økonomiske vækst pæn og arbejdsmarkedet stramt, og den Amerikanske Centralbank har genoptaget forhøjelserne af de ledende renter. Det er endnu ikke afklaret i detaljer, hvorledes den nyvalgte amerikanske præsident, Donald Trump, vil forvalte sit præsidentembede – herunder evt. ændre den førte økonomiske politik. Usikkerhed med hensyn til den økonomiske udvikling, tempoet i stramningen af pengepolitikken i USA samt mindre tiltro til længden af en fortsat lempelig pengepolitik i Europa vil kunne give anledning til en negativ stemning på aktiemarkederne i Europa og globalt.

De afledte effekter på de globale finansielle markeder af en stramning af pengepolitikken i USA og dermed en stigning i de ledende renter i takt med pæn økonomisk vækst har blandt andet medført, at renten på 10-årige statsobligationer er steget. Dette indikerer således et paradigmeskift efter en lang periode med rentefald. En intensivering i rentestigningerne blandt andet er drevet af ændringen i den førte økonomiske politik kan give usikkerhed på aktiemarkederne.

Udviklingen på råvaremarkederne – og i særdeleshed i olieprisen – samt valutabevægelser kan få såvel positive som negative afledte effekter på aktiemarkederne.

Endelig vil en række betydende folkeafstemninger i Europa, Storbritanniens forventede aktivering af artikel 50 i starten af 2017 og nyheder i relation til de politiske forhandlinger kunne påvirke aktiemarkederne negativt.

Afdelingens største overvægt ved udgangen af 2016 er aktier med en robust forretningsmodel der typisk opererer

indenfor niches, der giver dem mulighed for at skabe et højt afkast på kapitalen. Vi er fortsat undervægtet finans, forsyningsselskaber og olieselskaber idet selskaberne ikke opfylder vores investeringskriterier. Til trods for fravalg af disse sektorer områder er det dog vores vurdering at fejlagtige tilvalg udgør en større risiko end de bevidste fravalg.

### Forventninger til markedet samt strategi

Væksten i den globale økonomi er positiv drevet af en solid økonomisk udvikling i de udviklede økonomier samtidigt med, at den økonomiske vækst i emerging markets er stabiliseret. I Europa forventer vi fortsat meget lempelige finansielle vilkår. Dette er stimulerende for investerings- og forbrugslysten, samtidigt med at en fortsat svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar vil være understøttende for den økonomiske vækst i Europa og dermed skabe et fornuftigt indtjeningspotentiale. Dette kombineret med en attraktiv prisfastsættelse medfører, at vi forventer en moderat positiv udvikling på aktiemarkederne, men også markeder, der vil være præget af både stigende og faldende risikoappetit drevet af økonomiske og politiske nyheder globalt.

Afdelingens største overvægt ved udgangen af 2016 er aktier indenfor industriel service og en række af forbrugsselskaber. Generelt er det vores vurdering, at vi har en portefølje bestående af velpositionerede kvalitetselskaber med både lokalt og globalt fokus, rimelig prisfastsættelse og stærke balancer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Europa Fokus – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	50	15	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	70	65	Indestående i depotselskab	11.477	53.383
3 Udbytter	26.403	25.598	<b>I alt likvide midler</b>	<b>11.477</b>	<b>53.383</b>
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>26.382</b>	<b>25.547</b>	<b>Kapitalandele:</b>		
4 <b>Kursgevinster og -tab:</b>			Not. aktier fra DK selskaber	108.547	98.197
Kapitalandele	÷96.403	106.187	Not. aktier fra udl. selskaber	998.820	951.069
Valutakonti	1.410	3.310	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>1.107.367</b>	<b>1.049.266</b>
Øvrige aktiver/passiver	÷75	169	<b>Andre aktiver:</b>		
5 Handelsomkostninger	÷903	÷1.541	Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	172
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>÷95.970</b>	<b>108.125</b>	Aktuelle skatteaktiver	3.124	4.939
<b>I alt indtægter</b>	<b>÷69.588</b>	<b>133.672</b>	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>3.124</b>	<b>5.112</b>
6 Administrationsomkostninger	17.601	18.453	<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.121.968</b>	<b>1.107.760</b>
<b>Resultat før skat</b>	<b>÷87.189</b>	<b>115.220</b>	<b>Passiver</b>		
7 Skat	1.518	848	8 Investorerers formue	1.121.662	1.107.669
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>÷88.707</b>	<b>114.371</b>	<b>Anden gæld:</b>		
<b>Resultatdisponering</b>			Skyldige omkostninger	306	92
Overført til formuen	÷88.707	114.371	<b>I alt anden gæld</b>	<b>306</b>	<b>92</b>
<b>I alt disponeret</b>	<b>÷88.707</b>	<b>114.371</b>	<b>Passiver i alt</b>	<b>1.121.968</b>	<b>1.107.760</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	30,05	10,73	÷2,25	11,37	÷8,03
Benchmarkafkast (pct.)	17,74	19,81	6,64	8,46	2,20
Sharpe Ratio	-	0,63	1,07	0,50	0,00
Indre værdi (DKK pr. andel)	142,05	157,30	153,76	171,24	157,49
Nettoresultat (t.DKK)	246.033	127.672	÷53.598	114.371	÷88.707
Administrationsomkostninger (pct.)	1,60	1,59	1,61	1,61	1,63
ÅOP	1,94	1,92	1,98	1,83	1,79
Omsætningshastighed (antal gange)	0,21	0,25	0,44	0,37	0,23
Investorerers formue (t.DKK)	1.095.724	1.445.159	1.025.262	1.107.669	1.121.662
Antal andele	7.713.723	9.187.463	6.668.139	6.468.639	7.122.212
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100



## Europa Fokus – Akkumulerende KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

#### Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK

	2016	2015
Indestående i depotselskab	50	15
I alt renteindtægter	50	15

#### Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK

	2016	2015
Andre renteudgifter	70	65
I alt renteudgifter	70	65

#### Note 3: Udbytter i 1.000 DKK

	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	2.421	939
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	23.982	24.658
I alt udbytter	26.403	25.598

#### Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK

	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	÷12.514	32.937
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	÷83.889	73.250
Valutakonti	1.410	3.310
Øvrige aktiver/passiver	÷75	169
Handelsomkostninger	÷903	÷1.541
I alt kursgevinster og -tab	÷95.970	108.125

#### Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK

	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷1.411	÷1.700
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	508	159
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷903	÷1.541

#### Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK

	2016		2015	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	0	0	6	0
Managementhonorar	16.090	0	16.843	0
Fast administrationshonorar	1.512	0	1.604	0
I alt opdelte adm.omk.	17.601	0	18.453	0
I alt adm.omkostninger		17.601		18.453

#### Note 7: Skat i 1.000 DKK

	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	1.518	848
I alt skat	1.518	848

#### Note 8: Investorers formue

	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo	6.468.639	1.107.669	6.668.139	1.025.262
Emissioner i året	1.315.573	206.215	150.500	26.460
Indløsninger i året	÷662.000	÷103.879	÷350.000	÷58.505
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		365		81
Overførsel af periodens resultat		÷88.707		114.371
I alt investorenes formue	7.122.212	1.121.662	6.468.639	1.107.669

#### Supplerende noter

	2016	2015
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,7	94,7
I alt finansielle instrumenter	98,7	94,7
Øvrige aktiver og passiver	1,3	5,3
I alt	100,0	100,0

## Europa Højt Udbytte KL

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

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Afdelingen investerer fortrinsvis i aktier, der handles på markedspladser i Europa, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Europa, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Europa. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i eller som handles på markedspladser i lande, der grænser op til Europa. Afdelingen har således primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på europæiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

Det europæiske aktiemarked var under pres i første halvår, men kom pænt tilbage slutningen af året. Aktiemarkedet var blandt

andet påvirket af Storbritanniens afstemning om fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, hvilket skabte usikkerhed op til afstemningen. Afstemningsresultat blev et nej til fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, og dette skabte fornyet usikkerhed og negative kursreaktioner. De negative kursreaktioner var imidlertid kortvarige, og andet halvår af 2016 bød på en vending i aktiemarkedet og positive afkast. Den Europæiske Centralbanks lempeelige pengepolitik, en pæn økonomisk vækst og attraktive finansielle vilkår var understøttende for kursudviklingen. Det amerikanske præsidentvalg, der endte med en valgsejr til den republikanske kandidat Donald Trump, afstedkom positive kursreaktioner i aktiemarkedet, stigende renter i USA samt en styrkelse af USD. I slutningen af året indgik de olieproducerende lande i OPEC en aftale med henblik på at reducere olieproduktionen, hvilket bevirkede, at olieprisen steg til ca. USD 57 pr. tønde Brent.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 3,63 pct., mens benchmark steg 2,20 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en stabilisering af råvarepriserne, fortsat lave renter og god økonomisk vækst.

### Vurdering af resultatet

Vores aktieudvælgelse positivt inden for alle sektorer. Inden for finans banker drog vi især fordel af vores fokus på nordiske banker, som klarede sig markant bedre end sektoren. De nordiske banker havde generelt bedre markedsbetingelser og højere kapitaldækning end mange af deres europæiske konkurrenter. I cyklisk forbrug drog dækproducenten Michelin fordel af gode markedsbetingelser og gennemførte yderligere restrukturering af sit produktionsapparat. I sundhedssektoren var vores fokus på selskaber med lav vækst og lav prisfastsættelse gunstigt, idet vi undgik større skuffelser, som vi så fra blandt andet Novo Nordisk. Også inden for stabilt forbrug undgik vi skuffelser, og BAT steg mere end markedet, blandt andet på baggrund af forsøget på at konsolidere sektoren yderligere ved at byde på resten af Reynolds American. På den negative side trak særligt telekommunikation og forsyning ned i afkastet. Telekommunikationssektoren var den dårligste sektor i 2016, og vores overvægt bidrog dermed ikke med stabilitet som forventet. I forsyning blev

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Oktober 2003

Risikoindikator (1-7): 6

Benchmark: MSCI Europe inkl. nettoudbytter

Fondskode: DK0016253651

Porteføljerrådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Branchefordeling

Finans	31,2%
Sundhedspleje	12,7%
Konsumtvarer	11,1%
Telekommunikationsserv	9,7%
Industri	9,7%
Øvrige inkl. likvide	25,6%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,63
Standardafvigelse	11,76
Tracking error	3,60
Information Ratio	0,55
Sharpe Ratio (benchm.)	0,42
Standardafvigelse (benchm.)	13,15
Active share	77,84

## Europa Højt Udbytte KL

vi derimod ramt af svækkelsen af det britiske pund, idet National Grid og SSE primært driver forretning i Storbritannien.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Væksten i verdensøkonomien er fortsat positivt understøttet af en lempelig pengepolitik i såvel de udviklede økonomier som i emerging markets. Vækstniveauet i de udviklede økonomier er præget af diversitet de økonomiske regioner imellem. Europæisk økonomi er positivt understøttet af den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar, attraktive finansielle vilkår og afdæmpede inflationsforventninger. I USA er den økonomiske vækst pæn og arbejdsmarkedet stramt, og den Amerikanske Centralbank har genoptaget forhøjelserne af de ledende renter. Det er endnu ikke afklaret i detaljer, hvorledes den nyvalgte amerikanske præsident, Donald Trump, vil forvalte sit præsidentembede – herunder evt. ændre den førte økonomiske politik. Usikkerhed med hensyn til den økonomiske udvikling, tempoet i stramningen af pengepolitikken i USA samt mindre tiltro til længden af en fortsat lempelig pengepolitik i Europa vil kunne give anledning til en negativ stemning på aktiemarkederne i Europa og globalt.

De afledte effekter på de globale finansielle markeder af en stramning af pengepolitikken i USA og dermed en stigning i de ledende renter i takt med pæn økonomisk vækst har blandt andet medført, at renten på 10-årige statsobligationer er steget. Dette indikerer således et paradigmeskift efter en lang periode med rentefald. En intensivering i rentestigningerne blandt andet er drevet af ændringen i den førte økonomiske politik kan give usikkerhed på aktiemarkederne.

Udviklingen på råvaremarkederne – og i særdeleshed i olieprisen – samt valutabevægelser kan få såvel positive som negative afledte effekter på aktiemarkederne.

Endelig vil en række betydende folkeafstemninger i Europa, Storbritanniens forventede aktivering af artikel 50 i starten af 2017 og nyheder i relation til de politiske forhandlinger kunne påvirke aktiemarkederne negativt.

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

Afdelingen har fokus på aktier med et højt udbytte. Afdelingens største overvægte ved udgangen af 2016 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 cyklisk forbrugs og teknologi, hvor meget få selskaber betaler høje udbytter, samt inden for industri, hvor prisfastsættelsen af mange selskaber er steget i løbet af 2016. Afdelingens stil kan derfor have betydning for investorernes fremtidige afkast.

### Forventninger til markedet samt strategi

Væksten i den globale økonomi er positiv drevet af en solid økonomisk udvikling i de udviklede økonomier samtidigt med, at den økonomiske vækst i emerging markets er stabiliseret. I Europa forventer vi fortsat meget lempelige finansielle vilkår. Dette er stimulerende for investerings- og forbrugslysten, samtidigt med at en fortsat svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar vil være understøttende for den økonomiske vækst i Europa og dermed skabe et fornuftigt indtjeningspotentiale. Dette kombineret med en attraktiv prisfastsættelse medfører, at vi forventer en moderat positiv udvikling på aktiemarkederne, men også markeder, der vil være præget af både stigende og faldende risikoappetit drevet af økonomiske og politiske nyheder globalt.

Afdelingens største overvægte ved udgangen af 2016 er stadig 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.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Europa Højt Udbytte KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	31	16	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	37	59	Indestående i depotsekskab	6.409	6.298
3 Udbytter	102.870	103.978	I alt likvide midler	6.409	6.298
I alt renter og udbytter	102.863	103.936	<b>Kapitalandele:</b>		
4 <b>Kursgevinster og -tab:</b>			Not. aktier fra udl. selskaber	1.722.312	2.039.301
Kapitalandele	÷21.938	171.442	I alt kapitalandele	1.722.312	2.039.301
Valutakonti	÷1.104	2.634	<b>Andre aktiver:</b>		
Øvrige aktiver/passiver	÷562	421	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	2.161	2.112
5 Handelsomkostninger	÷667	÷764	Aktuelle skatteaktiver	6.805	13.691
I alt kursgevinster og -tab	÷24.270	173.734	I alt andre aktiver	8.967	15.803
I alt indtægter	78.593	277.669	<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.737.688</b>	<b>2.061.402</b>
6 Administrationsomkostninger	27.787	36.443	<b>Passiver</b>		
<b>Resultat før skat</b>	<b>50.806</b>	<b>241.226</b>	9 Investorers formue	1.737.226	2.061.233
7 Skat	2.934	÷7.081	<b>Anden gæld:</b>		
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>47.873</b>	<b>248.307</b>	Skyldige omkostninger	462	170
<b>Resultatdisponering</b>			I alt anden gæld	462	170
Foreslået udlodning	182.076	275.304	<b>Passiver i alt</b>	<b>1.737.688</b>	<b>2.061.402</b>
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	182.076	275.304			
Overført til formuen	÷134.203	÷26.997			
<b>I alt disponeret</b>	<b>47.873</b>	<b>248.307</b>			

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	15,38	17,79	9,57	10,03	3,63
Benchmarkafkast (pct.)	-	19,81	6,64	8,46	2,20
Sharpe Ratio	0,38	0,62	1,64	1,04	0,63
Indre værdi (DKK pr. andel)	131,76	151,17	162,47	171,46	153,61
Nettoresultat (t.DKK)	295.037	328.290	192.017	248.307	47.873
Udbytte (DKK pr. andel)	3,50	3,00	7,90	22,90	16,10
Administrationsomkostninger (pct.)	1,60	1,83	1,64	1,65	1,60
ÅOP	1,92	2,11	1,96	1,76	1,71
Omsætningshastighed (antal gange)	0,08	0,03	0,12	0,11	0,05
Investorers formue (t.DKK)	2.217.627	2.046.153	2.286.019	2.061.233	1.737.226
Antal andele	16.831.058	13.535.524	14.070.207	12.021.995	11.309.052
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

## Europa Højt Udbytte KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

#### Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK

	2016	2015
Indestående i depotselskab	31	16
I alt renteindtægter	31	16

#### Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK

	2016	2015
Andre renteudgifter	37	59
I alt renteudgifter	37	59

#### Note 3: Udbytter i 1.000 DKK

	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	102.870	103.978
I alt udbytter	102.870	103.978

#### Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK

	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	÷21.938	171.442
Vælutakonti	÷1.104	2.634
Øvrige aktiver/passiver	÷562	421
Handelsomkostninger	÷667	÷764
I alt kursgevinster og -tab	÷24.270	173.734

#### Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK

	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷1.673	÷1.582
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	1.006	818
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷667	÷764

#### Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK

	2016		2015	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	0	0	1.122	0
Øvrige omkostninger	0	0	89	0
Managementhonorar	25.355	0	32.139	0
Fast administrationshonorar	2.431	0	3.093	0
I alt opdeltede adm.omk.	27.787	0	36.443	0
I alt adm.omkostninger		27.787		36.443

#### Note 7: Skat i 1.000 DKK

	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	2.934	÷7.081
I alt skat	2.934	÷7.081

#### Note 8: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK

	2016	2015
Renter og udbytter	102.863	103.936
Ikke refunderbar udbytteskat	÷2.934	7.081
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	5.484	734
Kursgevinst til udlodning	107.538	224.932
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter; udbytter og kursgevinster	÷4.488	10.033
Udlodning overført fra sidste år	0	÷166.819
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	208.463	179.897
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	27.787	36.443
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	685	1.412
I alt til rådighed for udlodning, brutto	181.362	144.866
Frivillig udlodning	714	130.438
I alt til rådighed for udlodning, netto	182.076	275.304

#### Note 9: Investorers formue

	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerers formue primo	12.021.995	2.061.233	14.070.207	2.286.019
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷275.304		÷111.155
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		1.957		14.666
Emissioner i året	2.285.077	337.131	972.669	172.999
Indløsninger i året	÷2.998.020	÷436.388	÷3.020.881	÷550.761
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		724		1.158
Foreslået udlodning		182.076		275.304
Overførsel af periodens resultat		÷134.203		÷26.997
I alt investorernes formue	11.309.052	1.737.226	12.021.995	2.061.233

### Supplerende noter

	2016	2015
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,1	98,9
I alt finansielle instrumenter	99,1	98,9
Øvrige aktiver og passiver	0,9	1,1
I alt	100,0	100,0

## *Europa Højt Udbytte – Akkumulerende KL*

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

Afdelingen udbydes i to andelsklasser:

- Europa Højt Udbytte – Akkumulerende, klasse DKK
- Europe High Dividend, klasse NOK

Afdelingens ledelsesberetning og det samlede regnskab omfattende resultat af investeringer m.m., som foretages fælles for klasserne, samt resultat af klassernes egne valutaafdækninger og omkostninger findes på de følgende sider:

Noter for de enkelte klasser findes også på de følgende sider:

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

## Europa Højt Udbytte – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	10	5	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	18	26	Indestående i depotselskab	5.370	9.854
3 Udbytter	49.940	45.689	<b>I alt likvide midler</b>	<b>5.370</b>	<b>9.854</b>
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>49.932</b>	<b>45.669</b>	<b>Kapitalandele:</b>		
4 <b>Kursgevinster og -tab:</b>			Not. aktier fra udl. selskaber	866.128	904.011
Kapitalandele	÷5.774	41.812	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>866.128</b>	<b>904.011</b>
Valutakonti	÷384	1.099	<b>Andre aktiver:</b>		
Øvrige aktiver/passiver	÷274	219	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	1.078	921
5 Handelsomkostninger	÷276	÷416	Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	606
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>÷6.708</b>	<b>42.714</b>	Aktuelle skatteaktiver	3.150	5.821
<b>I alt indtægter</b>	<b>43.224</b>	<b>88.383</b>	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>4.228</b>	<b>7.348</b>
6 Administrationsomkostninger	13.575	15.537	<b>Aktiver i alt</b>	<b>875.726</b>	<b>921.213</b>
<b>Resultat før skat</b>	<b>29.649</b>	<b>72.846</b>	<b>Passiver</b>		
7 Skat	2.016	÷1.895	8 <b>Investorerers formue</b>	<b>874.525</b>	<b>921.133</b>
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>27.634</b>	<b>74.740</b>	<b>Anden gæld:</b>		
<b>Resultatdisponering</b>			Skyldige omkostninger	235	80
Overført til formuen	27.634	74.740	Mellemvær. vedr. handelsafv.	967	0
<b>I alt disponeret</b>	<b>27.634</b>	<b>74.740</b>	<b>I alt anden gæld</b>	<b>1.202</b>	<b>80</b>
			<b>Passiver i alt</b>	<b>875.726</b>	<b>921.213</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Nettoresultat (t.DKK)	153.702	148.208	75.612	74.740	27.634
Omsætningshastighed (antal gange)	0,11	0,07	0,15	0,13	0,06
Investorerers formue (t.DKK)	1.098.508	834.831	785.436	921.133	874.525

## Europa Højt Udbytte – Akkumulerende KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	10	5
I alt renteindtægter	10	5

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	18	26
I alt renteudgifter	18	26

Note 3: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	49.940	45.689
I alt udbytter	49.940	45.689

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	÷5.774	41.812
Valutakonti	÷384	1.099
Øvrige aktiver/passiver	÷274	219
Handelsomkostninger	÷276	÷416
I alt kursgevinster og -tab	÷6.708	42.714

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷581	÷887
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	305	471
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷276	÷416

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	0	0	380	0
Øvrige omkostninger	0	0	30	0
Managementhonorar	12.369	0	13.788	0
Fast administrationshonorar	1.205	0	1.339	0
I alt opdelte adm.omk.	13.575	0	15.537	0
I alt adm.omkostninger		13.575		15.537

Note 7: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	2.016	÷1.895
I alt skat	2.016	÷1.895

Note 8: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo		921.133		785.436
Emissioner i året		44.257		186.848
Indløsninger i året		÷118.545		÷126.344
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		46		452
Overførsel af periodens resultat		27.634		74.740
I alt investoreernes formue		874.525		921.133

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,0	98,1
I alt finansielle instrumenter	99,0	98,1
Øvrige aktiver og passiver	1,0	1,9
I alt	100,0	100,0



## Europa Højt Udbytte – Akkumulerende, klasse DKK

Andelsklasse under Europa Højt Udbytte – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindekset – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

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 europæiske aktier. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

Det europæiske aktiemarked var under pres i første halvår, men kom pænt tilbage slutningen af året. Aktiemarkedet var blandt andet påvirket af Storbritanniens afstemning om fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, hvilket skabte usikkerhed op til afstemningen. Afstemningsresultat blev et nej til fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, og dette skabte fornyet usikkerhed og negative kursreaktioner.

De negative kursreaktioner var imidlertid kortvarige, og andet halvår af 2016 bød på en vending i aktiemarkedet og positive afkast. Den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en pæn økonomisk vækst og attraktive finansielle vilkår var understøttende for kursudviklingen. Det amerikanske præsidentvalg, der endte med en valgsejr til den republikanske kandidat Donald Trump, afstedkom positive kursreaktioner i aktiemarkedet, stigende renter i USA samt en styrkelse af USD. I slutningen af året indgik de olieproducerende lande i OPEC en aftale med henblik på at reducere olieproduktionen, hvilket bevirkede, at olieprisen steg til ca. USD 57 pr. tønde Brent.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et afkast på 3,66 pct., mens benchmark steg 2,20 pct. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en stabilisering af råvarepriserne, fortsat lave renter og god økonomisk vækst.

### Vurdering af resultatet

Vores aktieudvælgelse positivt inden for alle sektorer. Inden for finans banker drog vi især fordel af vores fokus på nordiske banker, som klarede sig markant bedre end sektoren. De nordiske banker havde generelt bedre markedsbetingelser og højere kapitaldækning end mange af deres europæiske konkurrenter. I cyklisk forbrug drog dækproducenten Michelin fordel af gode markedsbetingelser og gennemførte yderligere restruktureringsopgaver af sit produktionsapparat. I sundhedssektoren var vores fokus på selskaber med lav vækst og lav prisfastsættelse gunstigt, idet vi undgik større skuffelser, som vi så fra blandt andet Novo Nordisk. Også inden for stabilt forbrug undgik vi skuffelser, og BAT steg mere end markedet, blandt andet på baggrund af forsøget på at konsolidere sektoren yderligere ved at byde på resten af Reynolds American. På den negative side trak særligt telekommunikation og forsyning ned i afkastet. Telekommunikationssektoren var den dårligste sektor i 2016, og vores overvægt bidrog dermed ikke med stabilitet som forventet. I forsyning blev vi derimod ramt af svækkelsen af det britiske pund, idet National Grid og SSE primært driver forretning i Storbritannien.

### Andelsklassens profil

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Februar 2007
Risikoindeks (1-7): 6
Benchmark: MSCI Europe inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0060058618
Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Branchefordeling

Finans	31,2%
Sundhedspleje	12,6%
Konsumtvarer	11,1%
Industri	9,7%
Telekommunikationsserv	9,6%
Øvrige inkl. likvide	25,8%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,62
Standardafvigelse	11,79
Tracking error	3,60
Information Ratio	0,53
Sharpe Ratio (benchm.)	0,42
Standardafvigelse (benchm.)	13,15
Active share	77,84

## Europa Højt Udbytte – Akkumulerende, klasse DKK

Andelsklasse under Europa Højt Udbytte – Akkumulerende KL

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Væksten i verdensøkonomien er fortsat positivt understøttet af en lempelig pengepolitik i såvel de udviklede økonomier som i emerging markets. Vækstniveauet i de udviklede økonomier er præget af diversitet de økonomiske regioner imellem. Europæisk økonomi er positivt understøttet af den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar, attraktive finansielle vilkår og afdæmpede inflationsforventninger. I USA er den økonomiske vækst pæn og arbejdsmarkedet stramt, og den Amerikanske Centralbank har genoptaget forhøjelserne af de ledende renter. Det er endnu ikke afklaret i detaljer, hvorledes den nyvalgte amerikanske præsident, Donald Trump, vil forvalte sit præsidentembede – herunder evt. ændre den førte økonomiske politik. Usikkerhed med hensyn til den økonomiske udvikling, tempoet i stramningen af pengepolitikken i USA samt mindre tiltro til længden af en fortsat lempelig pengepolitik i Europa vil kunne give anledning til en negativ stemning på aktiemarkederne i Europa og globalt.

De afledte effekter på de globale finansielle markeder af en stramning af pengepolitikken i USA og dermed en stigning i de ledende renter i takt med pæn økonomisk vækst har blandt andet medført, at renten på 10-årige statsobligationer er steget. Dette indikerer således et paradigmeskift efter en lang periode med rentefald. En intensivering i rentestigningerne blandt andet er drevet af ændringen i den førte økonomiske politik kan give usikkerhed på aktiemarkederne.

Udviklingen på råvaremarkederne – og i særdeleshed i olieprisen – samt valutabevægelser kan få såvel positive som negative afledte effekter på aktiemarkederne.

Endelig vil en række betydende folkeafstemninger i Europa, Storbritanniens forventede aktivering af artikel 50 i starten af 2017 og nyheder i relation til de politiske forhandlinger kunne påvirke aktiemarkederne negativt.

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

Andelsklassen har fokus på aktier med et højt udbytte.

Andelsklassens største overvægte ved udgangen af 2016 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 cyklisk forbrugs og teknologi, hvor meget få selskaber betaler høje udbytter, samt inden for industri, hvor prisfastsættelsen af mange selskaber er steget i løbet af 2016. Andelsklassens stil kan derfor have betydning for investorernes fremtidige afkast.

### Forventninger til markedet samt strategi

Væksten i den globale økonomi er positiv drevet af en solid økonomisk udvikling i de udviklede økonomier samtidigt med, at den økonomiske vækst i emerging markets er stabiliseret. I Europa forventer vi fortsat meget lempelige finansielle vilkår. Dette er stimulerende for investerings- og forbrugslysten, samtidigt med at en fortsat svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar vil være understøttende for den økonomiske vækst i Europa og dermed skabe et fornuftigt indtjeningspotentiale. Dette kombineret med en attraktiv prisfastsættelse medfører, at vi forventer en moderat positiv udvikling på aktiemarkederne, men også markeder, der vil være præget af både stigende og faldende risikoappetit drevet af økonomiske og politiske nyheder globalt.

Andelsklassens største overvægte ved udgangen af 2016 er stadig 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 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Europa Højt Udbytte – Akkumulerende, klasse DKK

Andelsklasse under Europa Højt Udbytte – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	15,54	16,62	9,53	9,84	3,66
Benchmarkafkast (pct.)	17,74	19,81	6,64	8,46	2,20
Sharpe Ratio	0,39	0,60	1,60	0,99	0,62
Indre værdi (DKK pr. andel)	95,10	110,90	121,47	133,43	138,31
Nettoreultat (t.DKK)	153.702	148.208	75.612	75.145	27.003
Administrationsomkostninger (pct.)	1,60	1,71	1,71	1,64	1,60
ÅOP	0,00	2,00	1,95	1,75	1,70
Investorers formue (t.DKK)	1.098.508	834.831	785.436	900.270	851.872
Antal andele	11.551.267	7.527.754	6.465.896	6.747.250	6.159.277
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	40.257	90.095
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	13.255	14.950
<b>Klassens resultat</b>	<b>27.003</b>	<b>75.145</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorers formue primo	900.270	785.436
Emissioner i året	37.168	165.574
Indløsninger i året	÷ 112.594	÷ 126.343
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	24	458
Overførsel af periodens resultat	27.003	75.145
<b>Investorers formue ultimo</b>	<b>851.872</b>	<b>900.270</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	6.747.250	6.465.896
Emissioner i året	283.590	1.183.961
Indløsninger i året	÷ 871.563	÷ 902.607
<b>Andele ultimo året</b>	<b>6.159.277</b>	<b>6.747.250</b>

## Europe High Dividend, klasse NOK

Andelsklasse under Europa Højt Udbytte – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

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 europæiske aktier. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

Det europæiske aktiemarked var under pres i første halvår, men kom pænt tilbage slutningen af året. Aktiemarkedet var blandt andet påvirket af Storbritanniens afstemning om fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, hvilket skabte usikkerhed op til afstemningen. Afstemningsresultat blev et nej til fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, og dette skabte fornyet usikkerhed og negative kursreaktioner.

De negative kursreaktioner var imidlertid kortvarige, og andet halvår af 2016 bød på en vending i aktiemarkedet og positive afkast. Den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en pæn økonomisk vækst og attraktive finansielle vilkår var understøttende for kursudviklingen. Det amerikanske præsidentvalg, der endte med en valgsejr til den republikanske kandidat Donald Trump, afstedkom positive kursreaktioner i aktiemarkedet, stigende renter i USA samt en styrkelse af USD. I slutningen af året indgik de olieproducerende lande i OPEC en aftale med henblik på at reducere olieproduktionen, hvilket bevirkede, at olieprisen steg til ca. USD 57 pr. tønde Brent.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et negativt afkast på 1,92 pct. målt i NOK, mens benchmark faldt 3,14 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har ikke indfriet vores forventning om moderat positivt afkast på grund af Brexit og usikkerheden om det fremtidige økonomiske samarbejde i Europa.

### Vurdering af resultatet

Vores aktieudvælgelse positivt inden for alle sektorer. Inden for finans banker drog vi især fordel af vores fokus på nordiske banker, som klarede sig markant bedre end sektoren. De nordiske banker havde generelt bedre markedsbetingelser og højere kapitaldækning end mange af deres europæiske konkurrenter. I cyklisk forbrug drog dækproducenten Michelin fordel af gode markedsbetingelser og gennemførte yderligere restrukturerende af sit produktionsapparat. I sundhedssektoren var vores fokus på selskaber med lav vækst og lav prisfastsættelse gunstigt, idet vi undgik større skuffelser, som vi så fra blandt andet Novo Nordisk. Også inden for stabilt forbrug undgik vi skuffelser, og BAT steg mere end markedet, blandt andet på baggrund af forsøget på at konsolidere sektoren yderligere ved at byde på resten af Reynolds American. På den negative side trak særligt telekommunikation og forsyning ned i afkastet. Telekommunikationssektoren var den dårligste sektor i 2016, og vores overvægt bidrog dermed ikke med stabilitet som forventet. I forsyning blev vi derimod ramt af svækkelsen af det britiske pund, idet National Grid og SSE primært driver forretning i Storbritannien.

### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Marts 2015

Risikoindikator (1-7): 5

Benchmark: MSCI Europe inkl. nettoudbytter målt i NOK

Fondskode: DK0060586980

Porteføljerrådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Branchefordeling

Finans	31,2%
Sundhedspleje	12,6%
Konsumtvarer	11,1%
Industri	9,7%
Telekommunikationsserv	9,6%
Øvrige inkl. likvide	25,8%

### Nøgletal for risiko

Active share 77,84

## Europe High Dividend, klasse NOK

Andelsklasse under Europa Højt Udbytte – Akkumulerende KL

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Væksten i verdensøkonomien er fortsat positivt understøttet af en lempelig pengepolitik i såvel de udviklede økonomier som i emerging markets. Vækstniveauet i de udviklede økonomier er præget af diversitet de økonomiske regioner imellem. Europæisk økonomi er positivt understøttet af den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar, attraktive finansielle vilkår og afdæmpede inflationsforventninger. I USA er den økonomiske vækst pæn og arbejdsmarkedet stramt, og den Amerikanske Centralbank har genoptaget forhøjelserne af de ledende renter. Det er endnu ikke afklaret i detaljer, hvorledes den nyvalgte amerikanske præsident, Donald Trump, vil forvalte sit præsidentembede – herunder evt. ændre den førte økonomiske politik. Usikkerhed med hensyn til den økonomiske udvikling, tempoet i stramningen af pengepolitikken i USA samt mindre tiltro til længden af en fortsat lempelig pengepolitik i Europa vil kunne give anledning til en negativ stemning på aktiemarkederne i Europa og globalt.

De afledte effekter på de globale finansielle markeder af en stramning af pengepolitikken i USA og dermed en stigning i de ledende renter i takt med pæn økonomisk vækst har blandt andet medført, at renten på 10-årige statsobligationer er steget. Dette indikerer således et paradigmeskift efter en lang periode med rentefald. En intensivering i rentestigningerne blandt andet er drevet af ændringen i den førte økonomiske politik kan give usikkerhed på aktiemarkederne.

Udviklingen på råvaremarkederne – og i særdeleshed i olieprisen – samt valutabevægelser kan få såvel positive som negative afledte effekter på aktiemarkederne.

Endelig vil en række betydende folkeafstemninger i Europa, Storbritanniens forventede aktivering af artikel 50 i starten af 2017 og nyheder i relation til de politiske forhandlinger kunne påvirke aktiemarkederne negativt.

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

Andelsklassen har fokus på aktier med et højt udbytte.

Andelsklassens største overvægte ved udgangen af 2016 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 cyklisk forbrugs og teknologi, hvor meget få selskaber betaler høje udbytter, samt inden for industri, hvor prisfastsættelsen af mange selskaber er steget i løbet af 2016. Andelsklassens stil kan derfor have betydning for investorernes fremtidige afkast.

### Forventninger til markedet samt strategi

Væksten i den globale økonomi er positiv drevet af en solid økonomisk udvikling i de udviklede økonomier samtidigt med, at den økonomiske vækst i emerging markets er stabiliseret. I Europa forventer vi fortsat meget lempelige finansielle vilkår. Dette er stimulerende for investerings- og forbrugslysten, samtidigt med at en fortsat svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar vil være understøttende for den økonomiske vækst i Europa og dermed skabe et fornuftigt indtjeningspotentiale. Dette kombineret med en attraktiv prisfastsættelse medfører, at vi forventer en moderat positiv udvikling på aktiemarkederne, men også markeder, der vil være præget af både stigende og faldende risikoappetit drevet af økonomiske og politiske nyheder globalt.

Andelsklassens største overvægte ved udgangen af 2016 er stadig 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 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Europe High Dividend, klasse NOK

Andelsklasse under Europa Højt Udbytte – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	-	2015	2016
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	7,58	÷1,92
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	5,25	÷3,14
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	107,58	105,51
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	÷405	631
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	1,74	1,69
Investorers formue (t.DKK)	-	-	-	20.863	22.653
Antal andele	-	-	-	249.864	262.142
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	100	100

\* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK	1.1.-31.12.2016	11.3.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	951	÷198
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	320	207
<b>Klassens resultat</b>	<b>631</b>	<b>÷405</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorers formue primo	20.863	0
Emissioner i året	7.089	21.274
Indløsninger i året	÷5.951	÷1
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	21	÷6
Overførsel af periodens resultat	631	÷405
<b>Investorers formue ultimo</b>	<b>22.653</b>	<b>20.863</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	249.864	0
Emissioner i året	85.770	249.873
Indløsninger i året	÷73.491	÷10
<b>Andele ultimo året</b>	<b>262.142</b>	<b>249.864</b>

## Europa Indeks KL

Investorerer indeksbaseret i europæiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [dankeinvest.dk](http://dankeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindekset – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

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. Afdelingen har således primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på europæiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

Det europæiske aktiemarked var under pres i første halvår, men kom pænt tilbage slutningen af året. Aktiemarkedet var blandt andet påvirket af Storbritanniens afstemning om fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, hvilket skabte usikkerhed op til afstemningen. Afstemningsresultat blev et nej til fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde,

og dette skabte fornyet usikkerhed og negative kursreaktioner. De negative kursreaktioner var imidlertid kortvarige, og andet halvår af 2016 bød på en vending i aktiemarkedet og positive afkast. Den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en pæn økonomisk vækst og attraktive finansielle vilkår var understøttende for kursudviklingen. Det amerikanske præsidentvalg, der endte med en valgsejr til den republikanske kandidat Donald Trump, afstedkom positive kursreaktioner i aktiemarkedet, stigende renter i USA samt en styrkelse af USD. I slutningen af året indgik de olieproducerende lande i OPEC en aftale med henblik på at reducere olieproduktionen, hvilket bevirkede, at olieprisen steg til ca. USD 57 pr. tønde Brent.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 2,03 pct., mens benchmark steg 2,20 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark, og har indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en stabilisering af råvarepriserne, fortsat lave renter og god økonomisk vækst.

### Vurdering af resultatet

Der var en tilfredsstillende overensstemmelse mellem afdelingens afkast og udviklingen i benchmark.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Væksten i verdensøkonomien er fortsat positivt understøttet af en lempelig pengepolitik i såvel de udviklede økonomier som i emerging markets. Vækstniveauet i de udviklede økonomier er præget af diversitet de økonomiske regioner imellem. Europæisk økonomi er positivt understøttet af den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar, attraktive finansielle vilkår og afdæmpede inflationsforventninger. I USA er den økonomiske vækst pæn og arbejdsmarkedet stramt, og den Amerikanske Centralbank har genoptaget forhøjelserne af de ledende renter. Det er endnu ikke afklaret i detaljer, hvorledes den nyvalgte amerikanske præsident, Donald Trump, vil forvalte sit præsidentembede – herunder evt. ændre den førte økonomiske politik. Usikkerhed med hensyn til den økonomiske udvikling, tempoet i stramningen af pengepolitikken i USA

#### Afdelingens profil

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: September 1984
Risikoindeks (1-7): 6
Benchmark: MSCI Europe inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0010266311
Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

#### Branchefordeling

Finans	20,4%
Konsumtvarer	13,8%
Sundhedspleje	13,0%
Industri	12,5%
Forbrugsgoder	10,5%
Øvrige inkl. likvide	29,8%

#### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,42
Standardafvigelse	13,00
Tracking error	0,30
Information Ratio	÷0,48
Sharpe Ratio (benchm.)	0,42
Standardafvigelse (benchm.)	13,15
Active share	2,40

## Europa Indeks KL

samt mindre tiltro til længden af en fortsat lempelig pengepolitik i Europa vil kunne give anledning til en negativ stemning på aktiemarkederne i Europa og globalt.

De afledte effekter på de globale finansielle markeder af en stramning af pengepolitikken i USA og dermed en stigning i de ledende renter i takt med pæn økonomisk vækst har blandt andet medført, at renten på 10-årige statsobligationer er steget. Dette indikerer således et paradigmeskift efter en lang periode med rentefald. En intensivering i rentestigningerne blandt andet er drevet af ændringen i den førte økonomiske politik kan give usikkerhed på aktiemarkederne.

Udviklingen på råvaremarkederne – og i særdeleshed i olieprisen – samt valutabevægelser kan få såvel positive som negative afledte effekter på aktiemarkederne.

Endelig vil en række betydende folkeafstemninger i Europa, Storbritanniens forventede aktivering af artikel 50 i starten af 2017 og nyheder i relation til de politiske forhandlinger kunne påvirke aktiemarkederne negativt.

### Forventninger til markedet samt strategi

Væksten i den globale økonomi er positiv drevet af en solid økonomisk udvikling i de udviklede økonomier samt tidigt med, at den økonomiske vækst i emerging markets er stabiliseret. I Europa forventer vi fortsat meget lempelige finansielle vilkår. Dette er stimulerende for investerings- og forbrugslysten, samtidig med at en fortsat svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar vil være understøttende for den økonomiske vækst i Europa og dermed skabe et fornuftigt indtjeningspotential. Dette kombineret med en attraktiv prisfastsættelse medfører, at vi forventer en moderat positiv udvikling på aktiemarkederne, men også markeder, der vil være præget af både stigende og faldende risikoappetit drevet af økonomiske og politiske nyheder globalt.

Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger udviklingen i det valgte benchmark. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et afkast, der er lidt lavere end udviklingen i det valgte benchmark, idet omkostningerne trækkes fra i afkastet.



## Europa Indeks KL

### Resultatopgørelse

	1.1.-31.12.2016 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>		
1 Renteindtægter	2	1
2 Renteudgifter	8	19
3 Udbytter	24.941	16.835
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>24.936</b>	<b>16.817</b>
<b>4 Kursgevinster og -tab:</b>		
Kapitalandele	÷6.157	13.817
Valutakonti	162	835
Øvrige aktiver/passiver	÷19	30
5 Handelsomkostninger	÷96	÷51
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>÷6.110</b>	<b>14.631</b>
6 Andre indtægter	27	34
<b>I alt indtægter</b>	<b>18.853</b>	<b>31.482</b>
7 Administrationsomkostninger	4.149	3.157
<b>Resultat før skat</b>	<b>14.704</b>	<b>28.324</b>
8 Skat	1.414	÷29
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>13.290</b>	<b>28.354</b>
<b>Resultatdisponering</b>		
Overført til udlodning næste år	÷20.998	÷37.806
9 Disponeret i alt vedr. udlodning	÷20.998	÷37.806
Overført til formuen	34.288	66.159
<b>I alt disponeret</b>	<b>13.290</b>	<b>28.354</b>

### Balance

	31.12.2016 1.000 DKK	31.12.2015 1.000 DKK
<b>Aktiver</b>		
<b>Likvide midler:</b>		
Indestående i depotselskab	1.680	1.852
<b>I alt likvide midler</b>	<b>1.680</b>	<b>1.852</b>
<b>Kapitalandele:</b>		
Not. aktier fra DK selskaber	19.326	20.333
Not. aktier fra udl. selskaber	720.095	654.506
Unot. kap.andele fra udl. selsk.	934	953
<b>I alt kapitalandele</b>	<b>740.355</b>	<b>675.793</b>
<b>Andre aktiver:</b>		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	660	505
Andre tilgodehavender	58	110
Aktuelle skatteaktiver	1.531	1.517
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>2.249</b>	<b>2.132</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>744.284</b>	<b>679.777</b>
<b>Passiver</b>		
10 Investorers formue	744.203	679.757
<b>Anden gæld:</b>		
Skyldige omkostninger	81	20
<b>I alt anden gæld</b>	<b>81</b>	<b>20</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>744.284</b>	<b>679.777</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	17,34	20,95	6,79	8,05	2,03
Benchmarkafkast (pct.)	17,74	19,81	6,64	8,46	2,20
Sharpe Ratio	0,42	0,69	1,55	0,89	0,42
Indre værdi (DKK pr. andel)	70,28	82,63	88,24	95,35	97,28
Nettoresultat (t.DKK)	49.973	60.821	23.227	28.354	13.290
Udbytte (DKK pr. andel)	2,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	0,60	0,84	0,63	0,62	0,62
ÅOP	0,88	1,10	0,89	0,71	0,70
Omsætningshastighed (antal gange)	0,00	0,00	0,00	0,01	0,03
Investorers formue (t.DKK)	296.969	349.416	378.342	679.757	744.203
Antal andele	4.225.476	4.228.640	4.287.622	7.129.445	7.650.144
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

## Europa Indeks KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	2	1
Andre renteindtægter	0	0
I alt renteindtægter	2	1

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	8	19
I alt renteudgifter	8	19

Note 3: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	450	358
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	23.693	15.890
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	46	188
Øvrige udbytter	752	399
I alt udbytter	24.941	16.835

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	÷3.469	3.568
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	÷2.590	10.406
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	÷97	÷158
Valutakonti	162	835
Øvrige aktiver/passiver	÷19	30
Handelsomkostninger	÷96	÷51
I alt kursgevinster og -tab	÷6.110	14.631

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷437	÷698
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	341	647
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷96	÷51

Note 6: Andre indtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Brutto gebyrindtægt ved aktieudlån	39	46
Danske Bank A/S	÷8	÷9
Danske Invest Management A/S	÷3	÷4
I alt andre indtægter	27	34

Note 7: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	0	0	63	0
Øvrige omkostninger	1	0	7	0
Managementhonorar	3.144	0	2.329	0
Fast administrationshonorar	1.004	0	759	0
I alt opdeltede adm.omk.	4.149	0	3.157	0
I alt adm.omkostninger		4.149		3.157

Note 8: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	1.414	÷29
I alt skat	1.414	÷29

Note 9: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK	2016	2015
Renter og udbytter	24.936	16.817
Ikke refunderbar udbytteskat	÷1.414	29
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	÷71	522
Kursgevinst til udlodning	÷4.990	÷2.016
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	÷1.653	÷17.478
Udlodning overført fra sidste år	÷37.806	÷35.681
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	÷20.998	÷37.806
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	4.149	3.157
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷132	÷1.234
I alt til rådighed for udlodning, brutto	÷25.279	÷42.197
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	÷4.281	÷4.391
I alt til rådighed for udlodning, netto	÷20.998	÷37.806

Note 10: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerens formue primo	7.129.445	679.757	4.287.622	378.342
Emissioner i året	1.416.412	127.701	2.886.823	277.214
Indløsninger i året	÷895.713	÷76.700	÷45.000	÷4.372
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		155		219
Overførsel af periodens resultat		34.288		66.159
Overført til udlodning næste år		÷20.998		÷37.806
I alt investorernes formue	7.650.144	744.203	7.129.445	679.757

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,4	99,3
Øvrige finansielle instrumenter	0,1	0,1
I alt finansielle instrumenter	99,5	99,4
Øvrige aktiver og passiver	0,5	0,6
I alt	100,0	100,0

### Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi 2016	Markedsværdi 2015
Danske Bank	1.873	1.537
Aktieudlån i 1.000 DKK	2016	2015
Kursværdi af udlånte aktier	0	18.240
Sikkerhed for udlånte aktier i form af:		
Noterede obligationer fra danske udstedere	0	19.359
I alt sikkerhed	0	19.359

## Europa Indeks BNP KL

Investerer indeksbaseret i henhold til et BNP-vægtet indeks i europæiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

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. Afdelingen har således primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på europæiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

Det europæiske aktiemarked var under pres i første halvår, men kom pænt tilbage slutningen af året. Aktiemarkedet var blandt andet påvirket af Storbritanniens afstemning om fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, hvilket

skabte usikkerhed op til afstemningen. Afstemningsresultat blev et nej til fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, og dette skabte fornyet usikkerhed og negative kursreaktioner. De negative kursreaktioner var imidlertid kortvarige, og andet halvår af 2016 bød på en vending i aktiemarkedet og positive afkast. Den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en pæn økonomisk vækst og attraktive finansielle vilkår var understøttende for kursudviklingen. Det amerikanske præsidentvalg, der endte med en valgsejr til den republikanske kandidat Donald Trump, afstedkom positive kursreaktioner i aktiemarkedet, stigende renter i USA samt en styrkelse af USD. I slutningen af året indgik de olieproducerende lande i OPEC en aftale med henblik på at reducere olieproduktionen, hvilket bevirkede, at olieprisen steg til ca. USD 57 pr. tønde Brent.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 2,64 pct., mens benchmark steg 2,59 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark, og har indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en stabilisering af råvarepriserne, fortsat lave renter og god økonomisk vækst.

### Vurdering af resultatet

Der var en tilfredsstillende overensstemmelse mellem afdelingens afkast og udviklingen i benchmark.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Væksten i verdensøkonomien er fortsat positivt understøttet af en lempelig pengepolitik i såvel de udviklede økonomier som i emerging markets. Vækstniveauet i de udviklede økonomier er præget af diversitet de økonomiske regioner imellem. Europæisk økonomi er positivt understøttet af den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar, attraktive finansielle vilkår og afdæmpede inflationsforventninger. I USA er den økonomiske vækst pæn og arbejdsmarkedet stramt, og den Amerikanske Centralbank har genoptaget forhøjelserne af de ledende renter. Det er endnu ikke afklaret i detaljer, hvorledes den nyvalgte amerikanske præsident, Donald Trump, vil for-

#### Afdelingens profil

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Juni 1989
Risikoindikator (1-7): 6
Benchmark: MSCI Europe BNP inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0015737563
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

#### Branchefordeling

Finans	21,7%
Industri	12,4%
Forbrugsgoder	11,8%
Konsumentvarer	10,7%
Sundhedspleje	9,2%
Øvrige inkl. likvide	34,2%

#### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,40
Standardafvigelse	13,85
Tracking error	0,41
Information Ratio	0,85
Sharpe Ratio (benchm.)	0,38
Standardafvigelse (benchm.)	13,98
Active share	3,96

## Europa Indeks BNP KL

valte sit præsidentembede – herunder evt. ændre den førte økonomiske politik. Usikkerhed med hensyn til den økonomiske udvikling, tempoet i stramningen af pengepolitikken i USA samt mindre tiltro til længden af en fortsat lempelig pengepolitik i Europa vil kunne give anledning til en negativ stemning på aktiemarkederne i Europa og globalt.

De afledte effekter på de globale finansielle markeder af en stramning af pengepolitikken i USA og dermed en stigning i de ledende renter i takt med pæn økonomisk vækst har blandt andet medført, at renten på 10-årige statsobligationer er steget. Dette indikerer således et paradigmeskift efter en lang periode med rentefald. En intensivering i rentestigningerne blandt andet er drevet af ændringen i den førte økonomiske politik kan give usikkerhed på aktiemarkederne.

Udviklingen på råvaremarkederne – og i særdeleshed i olieprisen – samt valutabevægelser kan få såvel positive som negative afledte effekter på aktiemarkederne.

Endelig vil en række betydende folkeafstemninger i Europa, Storbritanniens forventede aktivering af artikel 50 i starten af 2017 og nyheder i relation til de politiske forhandlinger kunne påvirke aktiemarkederne negativt.

### Forventninger til markedet samt strategi

Væksten i den globale økonomi er positiv drevet af en solid økonomisk udvikling i de udviklede økonomier samtidigt med, at den økonomiske vækst i emerging markets er stabiliseret. I Europa forventer vi fortsat meget lempelige finansielle vilkår. Dette er stimulerende for investerings- og forbrugslysten, samtidigt med at en fortsat svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar vil være understøttende for den økonomiske vækst i Europa og dermed skabe et fornuftigt indtjeningspotentiale. Dette kombineret med en attraktiv prisfastsættelse medfører, at vi forventer en moderat positiv udvikling på aktiemarkederne, men også markeder, der vil være præget af både stigende og faldende risikoappetit drevet af økonomiske og politiske nyheder globalt.

Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger udviklingen i det valgte benchmark. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et afkast, der er lidt lavere end udviklingen i det valgte benchmark, idet omkostningerne trækkes fra i afkastet.

## Europa Indeks BNP KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	1	1	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	4	12	Indestående i depotselskab	879	1.100
3 Udbytter	13.701	13.353	I alt likvide midler	879	1.100
I alt renter og udbytter	13.698	13.342	<b>Kapitalandele:</b>		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. aktier fra DK selskaber	5.472	8.267
Kapitalandele	÷3.681	23.379	Not. aktier fra udl. selskaber	349.508	379.882
Valutakonti	÷121	313	Unot. kap.andele fra udl. selsk.	283	340
Øvrige aktiver/passiver	÷3	÷5	I alt kapitalandele	355.263	388.490
5 Handelsomkostninger	÷47	÷9	<b>Andre aktiver:</b>		
I alt kursgevinster og -tab	÷3.852	23.677	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	221	249
6 Andre indtægter	15	36	Aktuelle skatteaktiver	879	969
I alt indtægter	9.860	37.055	I alt andre aktiver	1.099	1.218
7 Administrationsomkostninger	2.115	2.674	<b>Aktiver i alt</b>	<b>357.241</b>	<b>390.808</b>
<b>Resultat før skat</b>	<b>7.745</b>	<b>34.380</b>	<b>Passiver</b>		
8 Skat	799	÷482	10 Investorers formue	357.202	390.788
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>6.946</b>	<b>34.862</b>	<b>Anden gæld:</b>		
<b>Resultatdisponering</b>			Skyldige omkostninger	39	21
Overført til udlodning næste år	÷111.825	÷131.860	I alt anden gæld	39	21
9 Disponeret i alt vedr. udlodning	÷111.825	÷131.860	<b>Passiver i alt</b>	<b>357.241</b>	<b>390.808</b>
Overført til formuen	118.771	166.722			
<b>I alt disponeret</b>	<b>6.946</b>	<b>34.862</b>			

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	17,60	26,05	5,27	9,21	2,64
Benchmarkafkast (pct.)	19,13	15,87	4,40	9,34	2,59
Sharpe Ratio	0,16	0,57	1,39	0,92	0,40
Indre værdi (DKK pr. andel)	250,37	304,93	320,99	350,55	359,80
Nettoresultat (t.DKK)	19.927	31.866	7.639	34.862	6.946
Udbytte (DKK pr. andel)	8,50	0,00	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	0,63	0,99	0,68	0,64	0,62
ÅOP	0,93	1,28	0,94	0,71	0,69
Omsætningshastighed (antal gange)	0,06	0,01	0,00	0,00	0,03
Investorerens formue (t.DKK)	131.389	154.595	438.732	390.788	357.202
Antal andele	524.769	506.990	1.366.816	1.114.793	992.771
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

## Europa Indeks BNP KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	1	1
I alt renteindtægter	1	1

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	4	12
I alt renteudgifter	4	12

Note 3: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	172	294
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	13.239	12.611
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	15	94
Øvrige udbytter	275	354
I alt udbytter	13.701	13.353

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	÷1.022	2.797
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	÷2.600	20.646
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	÷59	÷64
Valutakonti	÷121	313
Øvrige aktiver/passiver	÷3	÷5
Handelsomkostninger	÷47	÷9
I alt kursgevinster og -tab	÷3.852	23.677

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷132	÷134
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	84	126
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷47	÷9

Note 6: Andre indtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Brutto gebyrindtægt ved aktieudlån	21	49
Danske Bank A/S	÷5	÷10
Danske Invest Management A/S	÷2	÷4
I alt andre indtægter	15	36

Note 7: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	0	0	116	0
Øvrige omkostninger	0	0	22	0
Managementhonorar	1.604	0	1.912	0
Fast administrationshonorar	512	0	624	0
I alt opdelte adm.omk.	2.115	0	2.674	0
I alt adm.omkostninger		2.115		2.674

Note 8: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	799	÷482
I alt skat	799	÷482

Note 9: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK	2016	2015
Renter og udbytter	13.698	13.342
Ikke refunderbar udbytteskat	÷799	482
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	88	491
Kursgevinst til udlodning	÷7.046	2.822
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	14.094	33.263
Udlodning overført fra sidste år	÷131.860	÷182.260
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	÷111.825	÷131.860
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	2.115	2.674
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	89	83
I alt til rådighed for udlodning, brutto	÷113.851	÷134.451
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	÷2.027	÷2.591
I alt til rådighed for udlodning, netto	÷111.825	÷131.860

Note 10: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerens formue primo	1.114.793	390.788	1.366.816	438.732
Emissioner i året	33.655	11.020	79.937	28.794
Indløsninger i året	÷155.677	÷51.568	÷331.960	÷111.847
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		16		247
Overførsel af periodens resultat		118.771		166.722
Overført til udlodning næste år		÷111.825		÷131.860
I alt investorernes formue	992.771	357.202	1.114.793	390.788

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,4	99,3
Øvrige finansielle instrumenter	0,1	0,1
I alt finansielle instrumenter	99,5	99,4
Øvrige aktiver og passiver	0,5	0,6
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank	Markedsværdi	
Navn	2016	2015
Danske Bank	547	676
Aktieudlån i 1.000 DKK	2016	2015
Kursværdi af udlånte aktier	0	16.349
Sikkerhed for udlånte aktier i form af:		
Noterede obligationer fra danske udstedere	0	18.069
I alt sikkerhed	0	18.069

## Europa Small Cap KL

Investorerer fokuseret i aktier i mindre og mellemstore europæiske selskaber. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Afdelingen investerer fortrinsvis i aktier i mindre og mellemstore selskaber, der handles på markedspladser i Europa, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Europa, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Europa. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i eller som handles på markedspladser i lande, der grænser op til Europa. Afdelingen har således primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på europæiske aktier i mindre og mellemstore selskaber. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

Det europæiske aktiemarked for små og mellemstore selskaber var under pres i første halvår, men kom pænt tilbage slutningen af året. Aktiemarkedet var blandt andet påvirket af Storbritanniens afstemning om fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, hvilket skabte usikkerhed op til afstemningen. Afstemningsresultat blev et nej til fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, og dette skabte fornyet usikkerhed og negative kursreaktioner. De negative kursreaktioner var imidlertid kortvarige, og andet halvår af 2016 bød på en vending i aktiemarkedet og positive afkast. Den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en pæn økonomisk vækst og attraktive finansielle vilkår var understøttende for kursudviklingen. Det amerikanske præsidentvalg, der endte med en valgsejr til den republikanske kandidat Donald Trump, afstedkom positive kursreaktioner i aktiemarkedet, stigende renter i USA samt en styrkelse af USD. I slutningen af året indgik de olieproducerende lande i OPEC en aftale med henblik på at reducere olieproduktionen, hvilket bevirkede, at olieprisen steg til ca. USD 57 pr. tønde Brent.

De små og mellemstore aktier gav et lidt lavere afkast end de store aktier i 2016.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et negativt afkast på 0,26 pct., mens benchmark steg 0,49 pct. Afdelingens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har ikke indfriet vores forventning om moderat positivt afkast på grund af Brexit og usikkerheden om det fremtidige økonomiske samarbejde i Europa.

### Vurdering af resultatet

Vi havde i 2016 en række gode aktievalg. Især kan fremhæves vores største enkelt position i løbet af året den engelske finansaktie Burford Capital, der endte året med en stigning på over 100 pct., og industriselskabet VAT, der producerer ventiler til vakuum industrien, der steg mere end 50 pct. VAT blev børsnoteret i april 2016. Også den engelske dyrlægeklinik CVS bidrog positivt til afdelingens relative afkast.

### Afdelingens profil

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Maj 1999
Risikoindikator [1-7]: 6
Benchmark: MSCI Europe Small Cap inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0060046019
Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Branchefordeling

Industri	34,6%
Sundhedspleje	18,1%
Finans	10,6%
Informationsteknologi	10,4%
Konsumentvarer	9,9%
Øvrige inkl. likvide	16,4%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,55
Standardafvigelse	13,50
Tracking error	5,28
Information Ratio	÷0,38
Sharpe Ratio (benchm.)	0,68
Standardafvigelse (benchm.)	13,78
Active share	97,11

## Europa Small Cap KL

Den negative relative afkast kan i høj grad tilskrives investeringen i den engelske producent af kommunikationsudstyr Sepura. Efter en stærk kursudvikling i løbet af 2015 måtte selskabet i løbet af 2016 nedjustere forventningerne væsentligt og lave en større kapitalforhøjelse. Hele ledelsen og dele af bestyrelsen er ligeledes udskiftet. Mod slutningen af 2016 har selskabet modtaget et købstilbud, som vi forventer at støtte.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Væksten i verdensøkonomien er fortsat positivt understøttet af en lempelig pengepolitik i såvel de udviklede økonomier som i emerging markets. Vækstniveauet i de udviklede økonomier er præget af diversitet de økonomiske regioner imellem. Europæisk økonomi er positivt understøttet af den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar, attraktive finansielle vilkår og afdæmpede inflationsforventninger. I USA er den økonomiske vækst pæn og arbejdsmarkedet stramt, og den Amerikanske Centralbank har genoptaget forhøjelserne af de ledende renter. Det er endnu ikke afklaret i detaljer, hvorledes den nyvalgte amerikanske præsident, Donald Trump, vil forvalte sit præsidentembede – herunder evt. ændre den førte økonomiske politik. Usikkerhed med hensyn til den økonomiske udvikling, tempoet i stramningen af pengepolitikken i USA samt mindre tiltro til længden af en fortsat lempelig pengepolitik i Europa vil kunne give anledning til en negativ stemning på aktiemarkederne i Europa og globalt.

De afledte effekter på de globale finansielle markeder af en stramning af pengepolitikken i USA og dermed en stigning i de ledende renter i takt med pæn økonomisk vækst har blandt andet medført, at renten på 10-årige statsobligationer er steget. Dette indikerer således et paradigmeskift efter en lang periode med rentefald. En intensivering i rentestigningerne blandt andet er drevet af ændringen i den førte økonomiske politik kan give usikkerhed på aktiemarkederne.

Udviklingen på råvaremarkederne – og i særdeleshed i olieprisen – samt valutabevægelser kan få såvel positive som negative afledte effekter på aktiemarkederne.

Endelig vil en række betydende folkeafstemninger i Europa, Storbritanniens forventede aktivering af artikel 50 i starten af 2017 og nyheder i relation til de politiske forhandlinger kunne påvirke aktiemarkederne negativt.

Afdelingen har fokus på selskaber, der har en stærk markedsposition, fleksibel forretningsmodel, en stærk balance og evne til at generere pengestrømme. Derfor vil afdelingen have modvind, såfremt markeds risikopræmie falder, og selskaber, der ikke opfylder ovenstående, efterspørges.

Den største overvægt findes i industrisektoren, hvor selskabernes overordnede vækst delvis afhænger af udviklingen i den globale økonomi. En dårlig udvikling i industrisektoren vil derfor ramme performance negativt. Dog er eksponeringerne i sektoren vidt forgrenede med forskellige slutmarkeder og geografier.

Afdelingen fokuserer på små og mellemstore virksomheder og det vil således påvirke afdelingens relative afkast negativt, hvis de største selskaber i 2017 skulle klare sig bedre end disse.

### Forventninger til markedet samt strategi

Væksten i den globale økonomi er positiv drevet af en solid økonomisk udvikling i de udviklede økonomier samtidigt med, at den økonomiske vækst i emerging markets er stabiliseret. I Europa forventer vi fortsat meget lempelige finansielle vilkår. Dette er stimulerende for investerings- og forbrugslysten, samtidigt med at en fortsat svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar vil være understøttende for den økonomiske vækst i Europa og dermed skabe et fornuftigt indtjeningspotentiale. Dette kombineret med en attraktiv prisfastsættelse medfører, at vi forventer en moderat positiv udvikling på aktiemarkederne, men også markeder, der vil være præget af både stigende og faldende risikoappetit drevet af økonomiske og politiske nyheder globalt.

Den største overvægt findes i industrisektoren, men inden for forskellige slutmarkeder og geografier. Fokus forventes fortsat at være på selskaber med stærke balancer og gode pengestrømme.

Vi forventer at små og mellemstore aktier i 2017 vil klare sig på linje med eller lidt bedre end store aktier.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2017 er det forventningen, at afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.



## Europa Small Cap KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	16	42	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	46	66	Indestående i depotselskab	7.091	44.830
3 Udbytter	16.995	60.071	<b>I alt likvide midler</b>	<b>7.091</b>	<b>44.830</b>
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>16.965</b>	<b>60.047</b>	<b>Kapitalandele:</b>		
4 <b>Kursgevinster og -tab:</b>			Not. aktier fra udl. selskaber	757.624	1.522.093
Kapitalandele	÷48.833	551.798	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>757.624</b>	<b>1.522.093</b>
Valutakonti	÷246	8.131	<b>Andre aktiver:</b>		
Øvrige aktiver/passiver	÷223	154	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	444	1.427
5 Handelsomkostninger	÷586	÷4.176	Mellemvær. vedr. handelsafv.	1.272	0
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>÷49.888</b>	<b>555.906</b>	Aktuelle skatteaktiver	2.687	7.471
<b>I alt indtægter</b>	<b>÷32.923</b>	<b>615.954</b>	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>4.403</b>	<b>8.898</b>
6 Administrationsomkostninger	14.322	38.718	<b>Aktiver i alt</b>	<b>769.118</b>	<b>1.575.821</b>
<b>Resultat før skat</b>	<b>÷47.245</b>	<b>577.236</b>	<b>Passiver</b>		
7 Skat	587	868	9 <b>Investorerers formue</b>	<b>768.880</b>	<b>1.575.692</b>
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>÷47.832</b>	<b>576.367</b>	<b>Anden gæld:</b>		
<b>Resultatdisponering</b>			Skyldige omkostninger	210	129
Foreslået udlodning	157.115	445.638	Mellemvær. vedr. handelsafv.	28	0
Overført til udlodning næste år	241	99	<b>I alt anden gæld</b>	<b>238</b>	<b>129</b>
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	157.356	445.737	<b>Passiver i alt</b>	<b>769.118</b>	<b>1.575.821</b>
Overført til formuen	÷205.188	130.631			
<b>I alt disponeret</b>	<b>÷47.832</b>	<b>576.367</b>			

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	31,79	22,80	1,76	23,32	÷0,26
Benchmarkafkast (pct.)	27,47	33,40	6,27	23,80	0,49
Sharpe Ratio	0,71	0,46	1,52	1,39	0,55
Indre værdi (DKK pr. andel)	195,78	239,22	243,42	300,19	209,45
Nettoresultat (t.DKK)	484.566	522.300	40.626	576.367	÷47.832
Udbytte (DKK pr. andel)	1,00	0,00	0,00	84,90	42,80
Administrationsomkostninger (pct.)	1,59	1,59	1,60	1,61	1,64
ÅOP	1,96	1,94	1,99	1,93	1,85
Omsætningshastighed (antal gange)	0,23	0,20	0,32	0,50	0,32
Investorerers formue (t.DKK)	2.007.028	3.089.203	2.986.917	1.575.692	768.880
Antal andele	10.251.354	12.913.848	12.270.732	5.248.971	3.670.908
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

## Europa Small Cap KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

#### Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK

	2016	2015
Indestående i depotselskab	16	42
I alt renteindtægter	16	42

#### Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK

	2016	2015
Andre renteudgifter	46	66
I alt renteudgifter	46	66

#### Note 3: Udbytter i 1.000 DKK

	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	16.995	60.071
I alt udbytter	16.995	60.071

#### Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK

	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	÷48.833	551.798
Valutakonti	÷246	8.131
Øvrige aktiver/passiver	÷223	154
Handelsomkostninger	÷586	÷4.176
I alt kursgevinster og -tab	÷49.888	555.906

#### Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK

	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷1.658	÷7.723
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	1.071	3.546
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷586	÷4.176

#### Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK

	2016		2015	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	0	0	37	0
Øvrige omkostninger	0	0	3	0
Managementhonorar	13.100	0	35.313	0
Fast administrationshonorar	1.223	0	3.365	0
I alt opdelte adm.omk.	14.322	0	38.718	0
I alt adm.omkostninger		14.322		38.718

#### Note 7: Skat i 1.000 DKK

	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	587	868
I alt skat	587	868

#### Note 8: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK

	2016	2015
Renter og udbytter	16.965	60.047
Ikke refunderbar udbytteskat	÷587	÷868
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	4.264	509
Kursgevinst til udlodning	170.876	870.042
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	÷20.833	÷242.738
Udlodning overført fra sidste år	99	÷217.346
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	170.785	469.647
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	14.322	38.718
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	893	14.808
I alt til rådighed for udlodning, netto	157.356	445.737

#### Note 9: Investorers formue

	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerens formue primo	5.248.971	1.575.692	12.270.732	2.986.917
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷445.638		0
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		142.084		0
Emissioner i året	746.191	149.521	156.919	44.895
Indløsninger i året	÷2.324.254	÷606.755	÷7.178.680	÷2.035.126
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		1.807		2.639
Foreslået udlodning		157.115		445.638
Overførsel af periodens resultat		÷205.188		130.631
Overført til udlodning næste år		241		99
I alt investorerens formue	3.670.908	768.880	5.248.971	1.575.692

### Supplerende noter

	2016	2015
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,5	96,6
I alt finansielle instrumenter	98,5	96,6
Øvrige aktiver og passiver	1,5	3,4
I alt	100,0	100,0

## *Europa Small Cap – Akkumulerende KL*

Investorerer fokuseret i aktier i mindre og mellemstore europæiske selskaber. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Afdelingen udbydes i to andelsklasser:

- Europa Small Cap – Akkumulerende, klasse DKK
- Europe Small Cap, klasse NOK

Afdelingens ledelsesberetning og det samlede regnskab omfattende resultat af investeringer m.m., som foretages fælles for klasserne, samt resultat af klassernes egne valutaafdækninger og omkostninger findes på de følgende sider:

Noter for de enkelte klasser findes også på de følgende sider:

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

## Europa Small Cap – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	11.3.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	7	3	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	7	4	Indestående i depotselskab	1.203	11.903
3 Udbytter	2.269	1.306	<b>I alt likvide midler</b>	<b>1.203</b>	<b>11.903</b>
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>2.269</b>	<b>1.305</b>	<b>Kapitalandele:</b>		
4 <b>Kursgevinster og -tab:</b>			Not. aktier fra udl. selskaber	67.398	111.337
Kapitalandele	5	3.731	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>67.398</b>	<b>111.337</b>
Valutakonti	÷195	186	<b>Andre aktiver:</b>		
Øvrige aktiver/passiver	÷6	4	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	40	94
5 Handelsomkostninger	÷174	÷319	Mellemvær. vedr. handelsafv.	109	0
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>÷370</b>	<b>3.601</b>	Aktuelle skatteaktiver	77	33
<b>I alt indtægter</b>	<b>1.900</b>	<b>4.906</b>	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>226</b>	<b>127</b>
6 Administrationsomkostninger	1.713	1.041	<b>Aktiver i alt</b>	<b>68.827</b>	<b>123.367</b>
<b>Resultat før skat</b>	<b>187</b>	<b>3.865</b>	<b>Passiver</b>		
7 Skat	170	93	8 Investorers formue	68.804	118.121
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>17</b>	<b>3.772</b>	<b>Anden gæld:</b>		
<b>Resultatdisponering</b>			Skyldige omkostninger	19	16
Overført til formuen	17	3.772	Mellemvær. vedr. handelsafv.	4	5.230
<b>I alt disponeret</b>	<b>17</b>	<b>3.772</b>	<b>I alt anden gæld</b>	<b>23</b>	<b>5.246</b>
			<b>Passiver i alt</b>	<b>68.827</b>	<b>123.367</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	-	2015	2016
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	3.772	17
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	0,33	0,26
Investorerers formue (t.DKK)	-	-	-	118.121	68.804

\* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

## Europa Small Cap – Akkumulerende KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

#### Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK

	2016	2015
Indestående i depotselskab	7	3
I alt renteindtægter	7	3

#### Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK

	2016	2015
Andre renteudgifter	7	4
I alt renteudgifter	7	4

#### Note 3: Udbytter i 1.000 DKK

	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	2.269	1.306
I alt udbytter	2.269	1.306

#### Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK

	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	5	3.731
Vælutakonti	÷195	186
Øvrige aktiver/passiver	÷6	4
Handelsomkostninger	÷174	÷319
I alt kursgevinster og -tab	÷370	3.601

#### Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK

	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷225	÷447
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	51	128
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷174	÷319

#### Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK

	2016		2015	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	1.504	0	906	0
Fast administrationshonorar	209	0	135	0
I alt opdelte adm.omk.	1.713	0	1.041	0
I alt adm.omkostninger		1.713		1.041

#### Note 7: Skat i 1.000 DKK

	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	170	93
I alt skat	170	93

#### Note 8: Investorers formue

	2016		2015	
	Antal andele i 1.000 DKK	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele i 1.000 DKK	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo		118.121		0
Emissioner i året		21.132		125.739
Indløsninger i året		÷70.936		÷11.612
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		469		222
Overførsel af periodens resultat		17		3.772
I alt investorenes formue		68.804		118.121

#### Supplerende noter

	2016	2015
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,0	94,3
I alt finansielle instrumenter	98,0	94,3
Øvrige aktiver og passiver	2,0	5,7
I alt	100,0	100,0

## Europa Small Cap – Akkumulerende, klasse DKK

### Andelsklasse under Europa Small Cap – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

#### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer fortrinsvis i aktier i mindre og mellemstore selskaber, der handles på markedspladser i Europa, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Europa, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Europa. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i eller som handles på markedspladser i lande, der grænser op til Europa. Andelsklassen har således primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på europæiske aktier i mindre og mellemstore selskaber. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

#### Markedet

Det europæiske aktiemarked for små og mellemstore selskaber var under pres i første halvår, men kom pænt tilbage slutningen af året. Aktiemarkedet var blandt andet påvirket af Storbritanniens afstemning om fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, hvilket skabte usikkerhed op til afstemningen. Afstemningsresultat blev et nej til fortsat deltagelse i

det europæiske samarbejde, og dette skabte fornyet usikkerhed og negative kursreaktioner. De negative kursreaktioner var imidlertid kortvarige, og andet halvår af 2016 bød på en vending i aktiemarkedet og positive afkast. Den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en pæn økonomisk vækst og attraktive finansielle vilkår var understøttende for kursudviklingen. Det amerikanske præsidentvalg, der endte med en valgsejr til den republikanske kandidat Donald Trump, afstedkom positive kursreaktioner i aktiemarkedet, stigende renter i USA samt en styrkelse af USD. I slutningen af året indgik de olieproducerende lande i OPEC en aftale med henblik på at reducere olieproduktionen, hvilket bevirkede, at olieprisen steg til ca. USD 57 pr. tønde Brent.

De små og mellemstore aktier gav et lidt lavere afkast end de store aktier i 2016.

#### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et afkast på 0,31 pct., mens benchmark steg 0,49 pct. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har ikke indfriet vores forventning om moderat positivt afkast på grund af Brexit og usikkerheden om det fremtidige økonomiske samarbejde i Europa.

#### Vurdering af resultatet

Vi havde i 2016 en række gode aktievalg. Især kan fremhæves vores største enkelt position i løbet af året den engelske finansaktie Burford Capital, der endte året med en stigning på over 100 pct., og industriselskabet VAT, der producerer ventiler til vakuumproduktionen, der steg mere end 50 pct. VAT blev børsnoteret i april 2016. Også den engelske dyrlægeklinik CVS bidrog positivt til andelsklassens relative afkast. Den negative relative afkast kan i høj grad tilskrives investeringen i den engelske producent af kommunikationsudstyr Sepura. Efter en stærk kursudvikling i løbet af 2015 måtte selskabet i løbet af 2016 nedjustere forventningerne væsentligt og lave en større kapitalforhøjelse. Hele ledelsen og dele af bestyrelsen er ligeledes udskiftet. Mod slutningen af 2016 har selskabet modtaget et købstilbud, som vi forventer at støtte.

#### Andelsklassens profil

Børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Juli 2015

Risikoindikator (1-7): 6

Benchmark: MSCI Europe Small Cap inkl. nettoudbytter

Fondskode: DK0060640191

Porteføljerrådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

#### Branchefordeling

Industri	34,7%
Sundhedspleje	18,2%
Finans	10,6%
Informationsteknologi	10,4%
Konsumentvarer	8,7%
Øvrige inkl. likvide	17,4%

#### Nøgletal for risiko

Active share 97,22

## Europa Small Cap – Akkumulerende, klasse DKK

Andelsklasse under Europa Small Cap – Akkumulerende KL

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Væksten i verdensøkonomien er fortsat positivt understøttet af en lempelig pengepolitik i såvel de udviklede økonomier som i emerging markets. Vækstniveauet i de udviklede økonomier er præget af diversitet de økonomiske regioner imellem. Europæisk økonomi er positivt understøttet af den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar, attraktive finansielle vilkår og afdæmpede inflationsforventninger. I USA er den økonomiske vækst pæn og arbejdsmarkedet stramt, og den Amerikanske Centralbank har genoptaget forhøjelserne af de ledende renter. Det er endnu ikke afklaret i detaljer, hvorledes den nyvalgte amerikanske præsident, Donald Trump, vil forvalte sit præsidentembede – herunder evt. ændre den førte økonomiske politik. Usikkerhed med hensyn til den økonomiske udvikling, tempoet i stramningen af pengepolitikken i USA samt mindre tiltro til længden af en fortsat lempelig pengepolitik i Europa vil kunne give anledning til en negativ stemning på aktiemarkederne i Europa og globalt.

De afledte effekter på de globale finansielle markeder af en stramning af pengepolitikken i USA og dermed en stigning i de ledende renter i takt med pæn økonomisk vækst har blandt andet medført, at renten på 10-årige statsobligationer er steget. Dette indikerer således et paradigmeskift efter en lang periode med rentefald. En intensivering i rentestigningerne blandt andet er drevet af ændringen i den førte økonomiske politik kan give usikkerhed på aktiemarkederne.

Udviklingen på råvaremarkederne – og i særdeleshed i olieprisen – samt valutabevægelser kan få såvel positive som negative afledte effekter på aktiemarkederne.

Endelig vil en række betydende folkeafstemninger i Europa, Storbritanniens forventede aktivering af artikel 50 i starten af 2017 og nyheder i relation til de politiske forhandlinger kunne påvirke aktiemarkederne negativt.

Andelsklassen har fokus på selskaber, der har en stærk markedsposition, fleksibel forretningsmodel, en stærk balance og evne til at generere pengestrømme. Derfor vil andelsklassen have modvind, såfremt markeds risikopræmie falder, og selskaber, der ikke opfylder ovenstående, efterspørges.

Den største overvægt findes i industrisektoren, hvor selskabernes overordnede vækst delvis afhænger af udviklingen i den globale økonomi. En dårlig udvikling i industrisektoren vil derfor ramme performance negativt. Dog er eksponeringerne i sektoren vidt forgrenede med forskellige slutmarkeder og geografier.

Andelsklassen fokuserer på små og mellemstore virksomheder og det vil således påvirke andelsklassens relative afkast negativt, hvis de største selskaber i 2017 skulle klare sig bedre end disse.

### Forventninger til markedet samt strategi

Væksten i den globale økonomi er positiv drevet af en solid økonomisk udvikling i de udviklede økonomier samtidigt med, at den økonomiske vækst i emerging markets er stabiliseret. I Europa forventer vi fortsat meget lempelige finansielle vilkår. Dette er stimulerende for investerings- og forbrugslysten, samtidigt med at en fortsat svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar vil være understøttende for den økonomiske vækst i Europa og dermed skabe et fornuftigt indtjeningspotential. Dette kombineret med en attraktiv prisfastsættelse medfører, at vi forventer en moderat positiv udvikling på aktiemarkederne, men også markeder, der vil være præget af både stigende og faldende risikoappetit drevet af økonomiske og politiske nyheder globalt.

Den største overvægt findes i industrisektoren, men inden for forskellige slutmarkeder og geografier. Fokus forventes fortsat at være på selskaber med stærke balancer og gode pengestrømme.

Vi forventer at små og mellemstore aktier i 2017 vil klare sig på linje med eller lidt bedre end store aktier.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Europa Small Cap – Akkumulerende, klasse DKK

Andelsklasse under Europa Small Cap – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	-	2015	2016
Afkast (pct.)*	-	-	-	3,46	0,31
Benchmarkafkast (pct.)*	-	-	-	0,14	0,49
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	103,46	103,78
Nettoreultat (t.DKK)*	-	-	-	1.052	398
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	1,64	1,64
ÅOP	-	-	-	1,91	1,87
Investorers formue (t.DKK)	-	-	-	33.071	38.579
Antal andele	-	-	-	319.703	371.803
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	100	100

\* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

<b>KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK</b>	<b>1.1.-31.12.2016</b>	<b>14.7.-31.12.2015</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen	1.000	1.275
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	601	223
<b>Klassens resultat</b>	<b>398</b>	<b>1.052</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorers formue primo	33.071	0
Emissioner i året	8.395	31.921
Indløsninger i året	÷3.330	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	45	98
Overførsel af periodens resultat	398	1.052
<b>Investorers formue ultimo</b>	<b>38.579</b>	<b>33.071</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	319.703	0
Emissioner i året	86.100	319.703
Indløsninger i året	÷34.000	0
<b>Andele ultimo året</b>	<b>371.803</b>	<b>319.703</b>



## Europe Small Cap, klasse NOK

Andelsklasse under Europa Small Cap – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindekset – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer fortrinsvis i aktier i mindre og mellemstore selskaber, der handles på markedspladser i Europa, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Europa, men hvor aktien handles på en markedsplads uden for Europa. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i eller som handles på markedspladser i lande, der grænser op til Europa. Andelsklassen har således primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på europæiske aktier i mindre og mellemstore selskaber. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

Det europæiske aktiemarked for små og mellemstore selskaber var under pres i første halvår, men kom pænt tilbage slutningen af året. Aktiemarkedet var blandt andet påvirket af Storbritanniens afstemning om fortsat deltagelse i det euro-

pæiske samarbejde, hvilket skabte usikkerhed op til afstemningen. Afstemningsresultat blev et nej til fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, og dette skabte fornyet usikkerhed og negative kursreaktioner. De negative kursreaktioner var imidlertid kortvarige, og andet halvår af 2016 bød på en vending i aktiemarkedet og positive afkast. Den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en pæn økonomisk vækst og attraktive finansielle vilkår var understøttende for kursudviklingen. Det amerikanske præsidentvalg, der endte med en valgsejr til den republikanske kandidat Donald Trump, afstedkom positive kursreaktioner i aktiemarkedet, stigende renter i USA samt en styrkelse af USD. I slutningen af året indgik de olieproducerende lande i OPEC en aftale med henblik på at reducere olieproduktionen, hvilket bevirkede, at olieprisen steg til ca. USD 57 pr. tønde Brent.

De små og mellemstore aktier gav et lidt lavere afkast end de store aktier i 2016.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et negativt afkast på 5,36 pct. målt i NOK, mens benchmark faldt 4,77 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har ikke indfriet vores forventning om moderat positivt afkast på grund af Brexit og usikkerheden om det fremtidige økonomiske samarbejde i Europa.

### Vurdering af resultatet

Vi havde i 2016 en række gode aktievalg. Især kan fremhæves vores største enkelt position i løbet af året den engelske finansaktie Burford Capital, der endte året med en stigning på over 100 pct., og industriselskabet V&T, der producerer ventiler til vakuum industrien, der steg mere end 50 pct. V&T blev børsnoteret i april 2016. Også den engelske dyrlægeklinik CVS bidrog positivt til andelsklassens relative afkast. Den negative relative afkast kan i høj grad tilskrives investeringen i den engelske producent af kommunikationsudstyr Sepura. Efter en stærk kursudvikling i løbet af 2015 måtte

#### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Marts 2015
Risikoindeks (1-7): 6
Benchmark: MSCI Europe Small Cap inkl. nettoudbytter målt i NOK
Fondskode: DK0060587285
Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

#### Branchefordeling

Industri	34,7%
Sundhedspleje	18,2%
Finans	10,6%
Informationsteknologi	10,4%
Konsumentvarer	8,7%
Øvrige inkl. likvide	17,4%

#### Nøgletal for risiko

Active share	97,22
--------------	-------

## Europe Small Cap, klasse NOK

Andelsklasse under Europa Small Cap – Akkumulerende KL

selskabet i løbet af 2016 nedjustere forventningerne væsentligt og lave en større kapitalforhøjelse. Hele ledelsen og dele af bestyrelsen er ligeledes udskiftet. Mod slutningen af 2016 har selskabet modtaget et købstilbud, som vi forventer at støtte.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Væksten i verdensøkonomien er fortsat positivt understøttet af en lempelig pengepolitik i såvel de udviklede økonomier som i emerging markets. Vækstniveauet i de udviklede økonomier er præget af diversitet de økonomiske regioner imellem. Europæisk økonomi er positivt understøttet af den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar, attraktive finansielle vilkår og afdæmpede inflationsforventninger. I USA er den økonomiske vækst pæn og arbejdsmarkedet stramt, og den Amerikanske Centralbank har genoptaget forhøjelserne af de ledende renter. Det er endnu ikke afklaret i detaljer, hvorledes den nyvalgte amerikanske præsident, Donald Trump, vil forvalte sit præsidentembede – herunder evt. ændre den førte økonomiske politik. Usikkerhed med hensyn til den økonomiske udvikling, tempoet i stramningen af pengepolitikken i USA samt mindre tiltro til længden af en fortsat lempelig pengepolitik i Europa vil kunne give anledning til en negativ stemning på aktiemarkederne i Europa og globalt.

De afledte effekter på de globale finansielle markeder af en stramning af pengepolitikken i USA og dermed en stigning i de ledende renter i takt med pæn økonomisk vækst har blandt andet medført, at renten på 10-årige statsobligationer er steget. Dette indikerer således et paradigmeskift efter en lang periode med rentefald. En intensivering i rentestigningerne blandt andet er drevet af ændringen i den førte økonomiske politik kan give usikkerhed på aktiemarkederne.

Udviklingen på råvaremarkederne – og i særdeleshed i olieprisen – samt valutabevægelser kan få såvel positive som negative afledte effekter på aktiemarkederne.

Endelig vil en række betydende folkeafstemninger i Europa, Storbritanniens forventede aktivering af artikel 50 i starten af 2017 og nyheder i relation til de politiske forhandlinger kunne påvirke aktiemarkederne negativt.

Andelsklassen har fokus på selskaber, der har en stærk markedsposition, fleksibel forretningsmodel, en stærk balance og

evne til at generere pengestrømme. Derfor vil andelsklassen have modvind, såfremt markeds risikopræmie falder, og selskaber, der ikke opfylder ovenstående, efterspørges.

Den største overvægt findes i industrisektoren, hvor selskabernes overordnede vækst delvis afhænger af udviklingen i den globale økonomi. En dårlig udvikling i industrisektoren vil derfor ramme performance negativt. Dog er eksponeringerne i sektoren vidt forgrenede med forskellige slutmarkeder og geografier.

Andelsklassen fokuserer på små og mellemstore virksomheder og det vil således påvirke andelsklassens relative afkast negativt, hvis de største selskaber i 2017 skulle klare sig bedre end disse.

### Forventninger til markedet samt strategi

Væksten i den globale økonomi er positiv drevet af en solid økonomisk udvikling i de udviklede økonomier samtidigt med, at den økonomiske vækst i emerging markets er stabiliseret. I Europa forventer vi fortsat meget lempelige finansielle vilkår. Dette er stimulerende for investerings- og forbrugslysten, samtidigt med at en fortsat svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar vil være understøttende for den økonomiske vækst i Europa og dermed skabe et fornuftigt indtjeningspotential. Dette kombineret med en attraktiv prisfastsættelse medfører, at vi forventer en moderat positiv udvikling på aktiemarkederne, men også markeder, der vil være præget af både stigende og faldende risikoappetit drevet af økonomiske og politiske nyheder globalt.

Den største overvægt findes i industrisektoren, men inden for forskellige slutmarkeder og geografier. Fokus forventes fortsat at være på selskaber med stærke balancer og gode pengestrømme.

Vi forventer at små og mellemstore aktier i 2017 vil klare sig på linje med eller lidt bedre end store aktier.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Europe Small Cap, klasse NOK

Andelsklasse under Europa Small Cap – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	-	2015	2016
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	20,28	÷5,36
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	18,14	÷4,77
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	120,28	113,83
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	2.720	÷381
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	1,69	1,69
Investorerens formue (t.DKK)	-	-	-	85.050	30.225
Antal andele	-	-	-	911.014	324.151
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	100	100

\* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK	1.1.-31.12.2016	11.3.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	731	3.537
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	1.112	817
<b>Klassens resultat</b>	<b>÷381</b>	<b>2.720</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorerens formue primo	85.050	0
Emissioner i året	12.737	93.818
Indløsninger i året	÷67.606	÷11.612
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	424	124
Overførsel af periodens resultat	÷381	2.720
<b>Investorerens formue ultimo</b>	<b>30.225</b>	<b>85.050</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	911.014	0
Emissioner i året	146.986	1.039.254
Indløsninger i året	÷733.849	÷128.240
<b>Andele ultimo året</b>	<b>324.151</b>	<b>911.014</b>

## Europæiske Obligationer KL

Investorerer i obligationer udstedt i euro eller anden europæisk valuta. Der kan endvidere investeres op til 25 pct. af formuen i investment grade-obligationer denomineret i ikke-europæiske valutaer. Afdelingen er aktivt styret.

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Afdelingen investerer bredt i forskellige typer europæiske obligationer. Endvidere kan op til 25 % af formuen investeres i obligationer med høj kreditkvalitet udstedt i ikke-europæiske valutaer. Afdelingen har således primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den europæiske rente. Mindst 85 pct. af afdelingens formue skal være enten udstedt i euro eller valutaafdækket til euro eller DKK, og udsving i valutakurserne påvirker derfor kun i begrænset omfang afdelingens afkast.

### Markedet

Faldende renter og faldende merrente i forhold til tilsvarende statsobligationer (kreditspænd) resulterede i et højere afkast end ventet i 2016. Investment grade kreditspændene blev indsnævret med 0,11 procentpoint og den 10-årige tyske statsrente faldt med 0,42 procentpoint. Inden for periferilandene var der større divergens i renteutviklingen, da den 10-årige italienske rente steg med 0,22 procentpoint, mens den spanske rente faldt med 0,39 procentpoint.

Markedet startede 2016 negativt med stor bekymring for den globale vækst som resulterede i, at kreditspændene steg markant og renterne faldt. I starten af marts øgede den europæiske centralbank (ECB) det månedlige opkøbsprogram med 20 mia. EUR og inkluderede også virksomhedsobligationer i programmet. Dette var startskuddet til en længere periode med faldende kreditspænd og renter. Selv ikke det overraskende afstemningsresultat i Storbritannien, hvor de stemte for at forlade EU (Brexit) eller valget af Trump i USA formåede at vende den positive trend. I den sidste del af året steg renterne noget igen som følge af positive globale vækstforventninger, mens Italien blev kastet ud i en politisk krise, som gav anledning til bekymring for de italienske banker, der kæmper for at leve op til kapitalkravene.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 2,84 pct., mens benchmark steg med 2,94 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet positiv renteutvikling i forhold til vores forventninger og lavere merrente i forhold til sammenlignelige statsobligationer.

### Vurdering af resultatet

Det positive relative afkast var drevet af positive bidrag fra aktivallokeringen og fra valget af obligationer, mens afdelingens varighedsundervægt trak ned.

#### Afdelingens profil

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Marts 1999
Risikoindikator (1-7): 3
Benchmark: Barclays Capital Euro Aggregate 500 MM Index
Fondskode: DK0016014079
Porteføljerrådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

#### Varigheder

0-1 år	8,7%
1-3 år	14,6%
3-5 år	26,4%
5-10 år	48,4%
Over 10 år	0,4%
Øvrige inkl. likvide	1,5%

#### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	1,19
Standardafvigelse	3,52
Tracking error	0,52
Information Ratio	+ 1,27
Sharpe Ratio (benchm.)	1,34
Standardafvigelse (benchm.)	3,61

## Europæiske Obligationer KL

Afdelingen havde en højere andel af virksomhedsobligationer på bekostning af statsobligationer, og det gav et stort positivt bidrag til det relative afkast, da virksomhedsobligationer klarede sig bedre end statsobligationer. Udvælgelsen af virksomhedsobligationer gav også pæne positive tilbidrag til det relative afkast, som kom fra en række enkeltinvesteringer inden for basis industri, forsyning, banker og en række andre sektorer.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Største risici for afkastet vil være en større stigning i de underliggende statsrenter. Selvom ECB's opkøb af statsobligationer forventes at holde renterne lave i en længere periode, er der risiko for en afsmittende effekt fra stigende amerikanske renter. USA er noget længere fremme i vækstcyklen end Europa, og det er svært at se, at de europæiske renter ikke bliver påvirket af en større stigning i de amerikanske renter. Skulle væksten i Europa og USA blive stærkere end antaget, kan der komme en forventning om stigende renter, hvilket kan resultere i et negativt afkast i afdelingen.

Da afdelingen har en relativt stor overvægt i virksomhedsobligationer på bekostning af statsobligationer, vil en større stigning i investorernes risikoaversion alt andet lige ramme afdelingen ekstra hårdt. Vi forventer, at folketingsvalgene i Frankrig og Tyskland vil være en kilde til usikkerhed og kursudsving i markederne, ligesom processen hen imod Storbritanniens Brexit fra EU og politisk uro i Italien kan give anledning til faldende risikoappetit fra investorernes side.

### Forventninger til markedet samt strategi

Ved indgangen til 2017 er det svært at se samme positive scenarie udspille sig, som i 2016, med faldende renter og kreditspænd, der var drevet af en lempelig pengepolitik fra centralbankerne, og derfor den helt afgørende faktor bag de positive afkast i 2016. Den amerikanske centralbank hævede renten december og varslede yderligere 3 rentestigninger i 2017, mens ECB forventes at holde den korte rente på et lavt niveau og fortsætte obligationsopkøbsprogrammet i 2017.

Vi forventer en moderat stigning i de lange renter og i kreditspændene, og at investorerne begynder at forberede sig på, at ECB gradvist nedtrapper de månedlige opkøb og vurderer på den baggrund, at kreditspændene på obligationer, der er kvalificeret til opkøb vil blive udvidet relativt mere end øvrige virksomhedsobligationer.

Vi ser forsat et større potentiale i virksomhedsobligationer på bekostning af statsobligationer, og ser generelt størst værdi i bank- og hybridobligationer. Generelt vurderer vi, at udstederspecifikke faktorer vil spille en større faktor bag merafkastet end i 2016, og vi har også meget stor fokus på obligationsudvælgelsen. Vi fastholder afdelingens overvægt af virksomhedsobligationer på bekostning af statsobligationer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Europæiske Obligationer KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	5.175	5.557	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	47	19	Indestående i depotselskab	3.679	10.229
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>5.129</b>	<b>5.538</b>	<b>I alt likvide midler</b>	<b>3.679</b>	<b>10.229</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab:</b>			<b>Obligationer:</b>		
Obligationer	÷269	÷4.278	Not. obl. fra danske udstedere	8.084	13.401
Afledte finansielle instr.	1.826	152	Not. obl. fra udl. udstedere	170.897	154.131
Valutakonti	32	269	<b>I alt obligationer</b>	<b>178.981</b>	<b>167.532</b>
4 Handelsomkostninger	÷9	÷42	<b>Afl. finansielle instr.:</b>		
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>1.580</b>	<b>÷3.901</b>	Unot. afl. finansielle instr.	0	3
<b>I alt indtægter</b>	<b>6.709</b>	<b>1.637</b>	<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>0</b>	<b>3</b>
5 Administrationsomkostninger	1.548	1.395	<b>Andre aktiver:</b>		
<b>Resultat før skat</b>	<b>5.161</b>	<b>242</b>	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	2.929	3.038
Skat	0	0	Mellemvær. vedr. handelsafv.	20	0
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>5.161</b>	<b>242</b>	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>2.949</b>	<b>3.038</b>
<b>Resultatdisponering</b>			<b>Aktiver i alt</b>	<b>185.609</b>	<b>180.803</b>
Foreslået udlodning	5.505	4.895	<b>Passiver</b>		
Overført til udlodning næste år	58	125	7 Investorerens formue	184.920	180.662
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	5.563	5.020	<b>Afledte finansielle instrumenter:</b>		
Overført til formuen	÷402	÷4.778	Unot. afl. finansielle instr.	0	130
<b>I alt disponeret</b>	<b>5.161</b>	<b>242</b>	<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>0</b>	<b>130</b>
			<b>Anden gæld:</b>		
			Skyldige omkostninger	25	10
			Mellemvær. vedr. handelsafv.	665	0
			<b>I alt anden gæld</b>	<b>689</b>	<b>10</b>
			<b>Passiver i alt</b>	<b>185.609</b>	<b>180.803</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	11,30	2,36	10,02	0,23	2,84
Benchmarkafkast (pct.)	11,63	2,15	10,91	1,22	2,94
Sharpe Ratio	1,78	1,57	2,61	1,15	1,19
Indre værdi (DKK pr. andel)	112,17	109,69	117,18	110,73	110,86
Nettoresultat (t.DKK)	13.549	4.049	17.864	242	5.161
Udbytte (DKK pr. andel)	5,10	3,30	6,90	3,00	3,30
Administrationsomkostninger (pct.)	0,72	0,71	0,72	0,76	0,81
ÅOP	0,96	0,92	0,92	0,87	0,85
Omsætningshastighed (antal gange)	0,46	0,13	0,22	0,23	0,22
Investorerens formue (t.DKK)	150.706	187.656	183.537	180.662	184.920
Antal andele	1.343.525	1.710.861	1.566.349	1.631.625	1.668.088
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

## Europæiske Obligationer KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	375	492
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	4.801	5.065
I alt renteindtægter	5.175	5.557

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	47	19
I alt renteudgifter	47	19

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	÷192	÷347
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	÷76	÷3.931
Terminforretninger/futures m.m.	0	÷1
Renteforretninger	1.826	152
Valutakonti	32	269
Handelsomkostninger	÷9	÷42
I alt kursgevinster og -tab	1.580	÷3.901

Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷10	÷68
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	1	26
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷9	÷42

Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	0	0
Managementhonorar	1.242	0	1.101	0
Fast administrationshonorar	306	0	294	0
I alt opdelte adm.omk.	1.548	0	1.395	0
I alt adm.omkostninger		1.548		1.395

Note 6: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK	2016	2015
Renter og udbytter	5.129	5.538
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	0	19
Kursgevinst til udlodning	1.901	531
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	÷78	221
Udlodning overført fra sidste år	125	115
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	7.077	6.424
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	1.548	1.395
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	34	÷8
I alt til rådighed for udlodning, netto	5.563	5.020

Note 7: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerens formue primo	1.631.625	180.662	1.566.349	183.537
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		÷4.895		÷10.808
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		÷197		÷776
Emissioner i året	127.463	14.327	341.276	40.061
Indløsninger i året	÷91.000	÷10.174	÷276.000	÷31.674
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		34		79
Foreslået udlodning		5.505		4.895
Overførsel af periodens resultat		÷402		÷4.778
Overført til udlodning næste år		58		125
I alt investorernes formue	1.668.088	184.920	1.631.625	180.662

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,8	92,7
Øvrige finansielle instrumenter	0,0	÷0,1
I alt finansielle instrumenter	96,8	92,7
Øvrige aktiver og passiver	3,2	7,3
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank	Markedsværdi 2016	Markedsværdi 2015
3,875 DANSKE BANK EMTN 28/2-2012/2017	748	778
4,50 DANSKE BANK 1/7-2009/2016	0	7.628
2,75 DANSKE BANK FRN 19/5-2014/2026	1.976	1.927
4,375 DANICA PENSION FRN PERP/CALL	789	736
I alt	3.513	11.069

Underliggende eksponering ved futures i 1.000 DKK	
Solgte rentefutures, underliggende eksponering	12.974
Købte rentefutures, underliggende eksponering	25.228

Netto position af sikkerheder i 1.000 DKK  
Sikkerheder vedr. afledte finansielle instrumenter opgjort netto

Sikkerhed i form af:	
Likvide midler	768
I alt sikkerhed	768

Danske Bank er modpart ved de afledte finansielle instrumenter.

## Fjernøsten KL

Investerer i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller som har hovedaktiviteter i Fjernøsten ekskl. Japan. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen af-dækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Da afdelingen investerer i aktier, der handles på markedsplasser i Fjernøsten Asien ekskl. Japan, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Fjernøsten Asien ekskl. Japan, men hvor aktien handles på en markedsplass uden for Fjernøsten Asien ekskl. Japan, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til fjernøstlige aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

Aktier Fjernøsten steg i løbet af 2016. Den økonomiske fremgang, mere stabile råvarepriser og reformtiltag på tværs

af Asien var med til at løfte tilliden. I starten af året var den lave oliepris og kursfald på kinesiske aktier med til at skabe øget usikkerhed på markedet. De fortsatte pengepolitiske lempelser fra de globale centralbanker og en markant stigning i råvarepriserne var dog med til at skabe fornyet tillid. I juni måned sendte Storbritanniens beslutning om at forlade EU chokbølger gennem de globale markeder. Aktierne rettede sig dog, da den amerikanske centralbank (Fed) udskød sine renteforhøjelser, og kinesisk økonomi viste tegn på bedring. Nogle af kursgevinsterne forsvandt imidlertid igen efter Donald Trumps overraskende sejr ved det amerikanske præsidentvalg. De flere valutaer faldt over for den amerikanske dollar på grund af spekulation om, hvorvidt en Trump-regering vil løfte amerikansk økonomi på bekostning af den globale samhandel. På råvaresiden steg olieprisen, efter at de store producenter havde indgået en aftale om at beskære produktionen.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 5,99 pct., mens benchmark steg 8,20 pct. Afdelingens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en stabilisering af råvarepriserne, fortsat lave renter og god økonomisk vækst.

### Vurdering af resultatet

Den store eksponering til finanssektoren og overvægten af Singapore samt undervægten af kinesiske internetaktier og i teknologisektoren generelt trak ned i det relative afkast, men det blev delvist opvejet af papirvalget i Indien.

Den tunge eksponering til finansaktier har været den største negative bidragsyder. Banker som HSBC og Standard Chartered steg dog i anden halvdel af året understøttet af forventninger om stigende renter samt lave værdiansættelser.

Selvom overvægten af Singapore har bidraget negativt, fastholder vi vores investeringer i landet på grund af de mange kvalitets-selskaber og deres attraktive værdiansættelser. Bidraget fra aktieudvælgelse var positivt takket være den stabile kursudvikling i det globale ejendomsselskab City Development. ST

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Juli 1997

Risikoindikator (1-7): 6

Benchmark: MSCI AC Asia Ex Japan inkl. nettoudbytter

Fondskode: DK0015966758

Porteføljeraðgiver: Aberdeen Asset Managers Limited

### Landefordeling

Hongkong	24,3%
Singapore	19,6%
Indien	16,2%
Syd Korea	9,6%
Taiwan	6,2%
Øvrige inkl. likvide	24,1%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,48
Standardafvigelse	14,49
Tracking error	5,06
Information Ratio	-0,41
Sharpe Ratio (benchm.)	0,61
Standardafvigelse (benchm.)	14,74
Active share	75,76



## Fjernøsten KL

Engineering har bidraget positivt grundet dets stabile ordre-bog og robuste salg i luftfart- og elektroniksegmenterne.

Vores manglende eksponering mod Tencent var en af de største negative bidragsydere til det relative afkast. Aktionærens rettigheder er fortsat uigennemsigtige, men der kommer måske en dag, hvor myndighederne vil gennemtvinge tiltrængte regler, som vil gøre denne type selskaber til oplagte investeringskandidater for os. Vi tilføjede koreanske Naver til porteføljen – men uden gevinst. Selskabet ejer populære chat-app Line. På trods af det negative bidrag i år har selskabet attraktive vækstmuligheder, som understøttes af en robust balance og god likviditet.

Undervægten af Taiwan trak yderligere ned, da den lokale benchmark har holdt niveauet bedre end de regionale markeder, hjulpet af aftagende bekymringer i teknologisektoren. Bidraget fra overvægten af Philippinerne var negativt, da markedet faldt efter en lang positiv periode. Med hensyn til papirvalg trak vores investeringer i Ayala Land og Ayala Corp ned. Vi tror fortsat på, at disse selskaber har en attraktiv værdiansættelse og gode forretningsmuligheder fremadrettet.

Tåbene blev i nogen grad opvejet af afdelingens undervægt af Kina. Det lokale marked steg mindre end de andre regionale markeder på grund af de tungtvejende finans- og internet aktier. Bekymringerne omkring svækkelsen af den lokale valuta samt strengere kontrol af kapitalstrømmene afledt af den fortsatte styrkelse af dollaren kastede igen lange skygger over markedet. Aktieudvælgelsen var positiv, da afdelingen ikke er investeret i Alibaba, China Life Insurance og Ping An Insurance, som har en signifikant vægt i benchmark. I Indien opnåede Grasim Industries en solid omsætning og forbedrede marginer, mens Hero MotoCorp nød godt af lavere råvarepriser og omkostningsbesparelser trods udsigt til afdæmpet efterspørgsel. Det positive bidrag fra valget af aktier opvejede den negative påvirkning fra afdelingens overvægt i Indien. Nogle af de centrale investeringer såsom TCS og Grasim er stadig rimelig attraktive og da Indien er det land i regionen, som har flest selskaber af høj kvalitet, har vores investeringer i landet en høj vægt.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

I Asien kan nye renteforhøjelser fra den amerikanske centralbank (Fed) ramme de mere åbne asiatiske økonomier som f.eks. Hongkong og Singapore, hvor renteutviklingen er tættere knyttet til de amerikanske renter. Det kunne medføre en opbremsning på boligmarkedet, særligt da boligrenterne formentlig også ville stige. Vores portefølje har eksponering hertil via City Developments, Hang Lung Group og Swire Pacific. Vi fastholder vores overvægt af Hongkong og Singapore, som har mange veldrevne selskaber med geografisk diversificerede forretninger og god selskabsledelse.

Kina kæmper med faldende valutareserver, som har medført frygt for kapitaludstrømning og en yderligere svækkelse af yuanen, men regeringen har stadig væsentlige ressourcer og mange politiske værktøjer til rådighed. Kraftig vækst i bankernes ikke-balanceførte aktiviteter og investeringsaktivitet medfører potentielle systemiske risici. Regeringen har dog taget skridt til at begrænse skyggebankssektoren. Vi får gradvist mere tillid til Kina og har nu direkte eksponering mod de kinesiske forbrugere via Yum China, som driver restaurantkæderne KFC og Pizza Hut.

I Indien har pengeombytningen haft stor effekt, og på kort sigt har det primært ramt virksomheder i forbrugs- og cementsektorerne, hvor vi har vores største eksponering. Blandt vores investeringer er udsigterne for Hero MotoCorp blevet lidt mindre positive, da salget af biler og motorcykler er faldet. Vi forventer dog, at salget igen vil stige som følge af politiske tiltag rettet mod at kickstarte økonomien i de landlige områder samt øget efterspørgsel. Baseret på vores drøftelser med ledelsen i indiske selskaber har vi erfaret, at de fleste mener, at Modis seneste tiltag vil være med til at styrke økonomien på længere sigt og dermed forbedre selskabernes fremtidsudsigter.

### Forventninger til markedet samt strategi

Selvom vi er forsigtige i vores forventninger til 2017 grundet usikkerheden om Trumps politik, den stærke dollar og svingende oliepriser, er vores portefølje grundlæggende meget robust og velpositioneret. Selvom Asien står over for nogle udfordringer i løbet af året, er de asiatiske økonomier i bedre form end for blot nogle få år siden. Der har været ført en fornuftig økonomisk politik og pengepolitik, og regeringerne er blevet mere fokuseret på gennemførelsen af strukturreformer, der tilgodeser fremtidig vækst. Trods svag efterspørgsel har de asiatiske selskaber fortsat leveret stabil indtjening takket være en stram omkostningsdisciplin og konservativ brug af likviditet.

Vi forventer at bevare overvægten i Singapore og Hong Kong på bekostning af Taiwan, Korea og Kina. Ligeledes forventer vi at bevare overvægten i finanssektoren. Denne vil delvist være finansieret af en undervægt i teknologisektoren.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Fjernøsten KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	14	0	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	5	23	Indestående i depotselskab	2.635	3.604
3 Udbytter	12.512	18.621	I alt likvide midler	2.635	3.604
I alt renter og udbytter	12.521	18.598	<b>Kapitalandele:</b>		
4 Kursgevinster og -tab:			Not. aktier fra udl. selskaber	343.224	482.307
Kapitalandele	16.888	÷732	I alt kapitalandele	343.224	482.307
Valutakonti	36	÷147	<b>Andre aktiver:</b>		
Øvrige aktiver/passiver	÷3	÷6	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	276	588
5 Handelsomkostninger	÷504	÷368	I alt andre aktiver	276	588
I alt kursgevinster og -tab	16.417	÷1.253	<b>Aktiver i alt</b>	<b>346.135</b>	<b>486.499</b>
I alt indtægter	28.938	17.346	<b>Passiver</b>		
6 Administrationsomkostninger	6.858	10.333	9 Investorerens formue	342.983	486.461
<b>Resultat før skat</b>	<b>22.080</b>	<b>7.013</b>	<b>Anden gæld:</b>		
7 Skat	532	809	Skyldige omkostninger	94	39
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>21.548</b>	<b>6.204</b>	Mellemvær. vedr. handelsafv.	3.058	0
<b>Resultatdisponering</b>			I alt anden gæld	3.152	39
Foreslået udlodning	40.345	99.961	<b>Passiver i alt</b>	<b>346.135</b>	<b>486.499</b>
Overført til udlodning næste år	310	7			
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	40.655	99.969			
Overført til formuen	÷19.107	÷93.765			
<b>I alt disponeret</b>	<b>21.548</b>	<b>6.204</b>			

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	22,78	÷6,17	20,52	÷3,41	5,99
Benchmarkafkast (pct.)	20,94	÷1,39	19,12	1,40	8,20
Sharpe Ratio	1,06	0,08	1,04	0,20	0,48
Indre værdi (DKK pr. andel)	179,01	131,32	138,50	111,93	94,36
Nettoresultat (t.DKK)	454.636	÷76.168	128.172	6.204	21.548
Udbytte (DKK pr. andel)	39,25	17,10	27,50	23,00	11,10
Administrationsomkostninger (pct.)	1,59	1,59	1,60	1,64	1,71
ÅOP	1,94	1,91	1,94	1,90	1,98
Omsætningshastighed (antal gange)	0,00	0,00	0,02	0,00	0,12
Investorerens formue (t.DKK)	1.491.906	1.114.770	696.724	486.461	342.983
Antal andele	8.334.385	8.488.927	5.030.621	4.346.137	3.634.645
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

## Fjernøsten KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	14	0
I alt renteindtægter	14	0

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	5	23
I alt renteudgifter	5	23

Note 3: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	12.512	18.621
I alt udbytter	12.512	18.621

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	16.888	÷732
Vælutakonti	36	÷147
Øvrige aktiver/passiver	÷3	÷6
Handelsomkostninger	÷504	÷368
I alt kursgevinster og -tab	16.417	÷1.253

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷740	÷708
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	236	341
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷504	÷368

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	0	0
Managementhonorar	6.297	0	9.451	0
Fast administrationshonorar	562	0	881	0
I alt opdelte adm.omk.	6.858	0	10.333	0
I alt adm.omkostninger		6.858		10.333

Note 7: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	532	809
I alt skat	532	809

Note 8: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK	2016	2015
Renter og udbytter	12.521	18.598
Ikke refunderbar udbytteskat	÷532	÷809
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	0	23
Kursgevinst til udlodning	41.919	104.336
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter; udbytter og kursgevinster	÷7.296	÷13.213
Udlodning overført fra sidste år	7	373
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	46.620	109.309
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	6.858	10.333
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	893	992
I alt til rådighed for udlodning netto	40.655	99.969

Note 9: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo	4.346.137	486.461	5.030.621	696.724
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷99.961		÷138.342
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		2.634		2.334
Emissioner i året	91.174	8.122	169.505	24.950
Indløsninger i året	÷802.666	÷75.970	÷853.989	÷105.623
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		150		214
Foreslået udlodning		40.345		99.961
Overførsel af periodens resultat		÷19.107		÷93.765
Overført til udlodning næste år		310		7
I alt investorenes formue	3.634.645	342.983	4.346.137	486.461

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	100,1	99,1
I alt finansielle instrumenter	100,1	99,1
Øvrige aktiver og passiver	÷0,1	0,9
I alt	100,0	100,0

## Fjernøsten Indeks KL

Investorerer indeksbaseret i aktier på aktiemarkederne i Asien uden for Japan. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Da afdelingen investerer i aktier, der handles på markedsplasser i Fjernøsten/Asien ekskl. Japan, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Fjernøsten/Asien ekskl. Japan, men hvor aktien handles på en markedsplass uden for Fjernøsten/Asien ekskl. Japan, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til fjernøstlige aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

Aktier i Fjernøsten steg i løbet af 2016. Den økonomiske fremgang, mere stabile råvarepriser og reformtiltag på tværs

af Asien var med til at løfte tilliden. I starten af året var den lave oliepris og kursfald på kinesiske aktier med til at skabe øget usikkerhed på markedet. De fortsatte pengepolitiske lempelser fra de globale centralbanker og en markant stigning i råvarepriserne var dog med til at skabe fornyet tillid. I juni måned sendte Storbritanniens beslutning om at forlade EU chokbølger gennem de globale markeder: Aktierne rettede sig dog, da den amerikanske centralbank (Fed) udskød sine renteforhøjelser, og kinesisk økonomi viste tegn på bedring. Nogle af kursgevinsterne forsvandt imidlertid igen efter Donald Trumps overraskende sejr ved det amerikanske præsidentvalg. De flere valutaer faldt over for den amerikanske dollar på grund af spekulation om, hvorvidt en Trump-regering vil løfte amerikansk økonomi på bekostning af den globale samhandel. På råvaresiden steg olieprisen, efter at de store producenter havde indgået en aftale om at beskære produktionen.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 8,29 pct., mens benchmark steg 8,20 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark, og har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en stabilisering af råvarepriserne, fortsat lave renter og god økonomisk vækst.

### Vurdering af resultatet

Der var en tilfredsstillende overensstemmelse mellem afdelingens afkast og udviklingen i benchmark.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

I Asien kan nye renteforhøjelser fra den amerikanske centralbank (Fed) ramme de mere åbne asiatiske økonomier som f.eks. Hongkong og Singapore, hvor renteutviklingen er tættere knyttet til de amerikanske renter. Det kunne medføre en opbremsning på boligmarkedet, særligt da boligrenterne formentlig også ville stige. Vores portefølje har eksponering hertil via City Developments, Hang Lung Group og Swire Pacific. Vi fastholder vores overvægt af Hongkong og Singapore, som har mange veldrevne selskaber med geografisk diversificerede forretninger og god selskabsledelse.

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Oktober 1994

Risikoindikator (1-7): 6

Benchmark: MSCI AC Asia ex Japan inkl. nettoudbytter

Fondskode: DK0010207141

Porteføljegrådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Landefordeling

Kina	25,2%
Hongkong	17,4%
Sydkorea	16,9%
Taiwan	14,5%
Indien	9,9%
Øvrige inkl. likvide	16,1%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,58
Standardafvigelse	14,65
Tracking error	0,57
Information Ratio	-0,69
Sharpe Ratio (benchm.)	0,61
Standardafvigelse (benchm.)	14,74
Active share	8,33

## Fjernøsten Indeks KL

Kina kæmper med faldende valutareserver, som har medført frygt for kapitaludstrømning og en yderligere svækkelse af yuanen, men regeringen har stadig væsentlige ressourcer og mange politiske værktøjer til rådighed. Kraftig vækst i bankernes ikke-balanceførte aktiviteter og investeringsaktivitet medfører potentielle systemiske risici. Regeringen har dog taget skridt til at begrænse skyggebankssektoren. Vi får gradvist mere tillid til Kina og har nu direkte eksponering mod de kinesiske forbrugere via Yum China, som driver restaurantkæderne KFC og Pizza Hut.

I Indien har pengeombytningen haft stor effekt, og på kort sigt har det primært ramt virksomheder i forbrugs- og cementsektorerne, hvor vi har vores største eksponering. Blandt vores investeringer er udsigterne for Hero MotoCorp blevet lidt mindre positive, da salget af biler og motorcykler er faldet. Vi forventer dog, at salget igen vil stige som følge af politiske tiltag rettet mod at kickstarte økonomien i de landlige områder samt øget efterspørgsel. Baseret på vores drøftelser med ledelsen i indiske selskaber har vi erfaret, at de fleste mener, at Modis seneste tiltag vil være med til at styrke økonomien på længere sigt og dermed forbedre selskabernes fremtidsudsigter.

### Forventninger til markedet samt strategi

Selvom vi er forsigtige i vores forventninger til 2017 grundet usikkerheden om Trumps politik, den stærke dollar og svingende oliepriser, er vores portefølje grundlæggende meget robust og velpositioneret. Selvom Asien står over for nogle udfordringer i løbet af året, er de asiatiske økonomier i bedre form end for blot nogle få år siden. Der har været ført en fornuftig økonomisk politik og pengepolitik, og regeringerne er blevet mere fokuseret på gennemførelsen af strukturreformer, der tilgodeser fremtidig vækst. Trods svag efterspørgsel har de asiatiske selskaber fortsat leveret stabil indtjening takket være en stram omkostningsdisciplin og konservativ brug af likviditet.

Vi forventer at bevare overvægten i Singapore og Hong Kong på bekostning af Taiwan, Korea og Kina. Ligeledes forventer vi at bevare overvægten i finanssektoren. Denne vil delvist være finansieret af en undervægt i teknologisektoren.

Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger udviklingen i det valgte benchmark. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et afkast, der er lidt lavere end udviklingen i det valgte benchmark, idet omkostningerne trækkes fra i afkastet.

## Fjernøsten Indeks KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015	31.12.2016	31.12.2015	
	1.000 DKK	1.000 DKK	1.000 DKK	1.000 DKK	
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	÷1	1	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	1	3	Indestående i depotselskab	925	551
3 Udbytter	3.282	4.354	<b>I alt likvide midler</b>	<b>925</b>	<b>551</b>
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>3.280</b>	<b>4.353</b>	<b>Obligationer:</b>		
<b>4 Kursgevinster og -tab:</b>			Not. obl. fra udl. udstedere	18	17
Obligationer	1	16	<b>I alt obligationer</b>	<b>18</b>	<b>17</b>
Kapitalandele	7.446	÷2.156	<b>Kapitalandele:</b>		
Valutakonti	20	282	Not. aktier fra udl. selskaber	136.410	121.100
Øvrige aktiver/passiver	÷4	1	Unot. kap.andele fra udl. selsk.	163	0
5 Handelsomkostninger	÷79	÷74	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>136.573</b>	<b>121.100</b>
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>7.384</b>	<b>÷1.932</b>	<b>Andre aktiver:</b>		
<b>I alt indtægter</b>	<b>10.664</b>	<b>2.420</b>	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	281	255
6 Administrationsomkostninger	755	817	Mellemvær. vedr. handelsafv.	342	0
<b>Resultat før skat</b>	<b>9.908</b>	<b>1.603</b>	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>623</b>	<b>255</b>
7 Skat	350	428	<b>Aktiver i alt</b>	<b>138.139</b>	<b>121.923</b>
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>9.558</b>	<b>1.175</b>	<b>Passiver</b>		
<b>Resultatdisponering</b>			9 Investorerens formue	138.126	121.917
Foreslået udlodning	4.598	8.647	<b>Anden gæld:</b>		
Overført til udlodning næste år	18	61	Skyldige omkostninger	14	6
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	4.615	8.708	<b>I alt anden gæld</b>	<b>14</b>	<b>6</b>
Overført til formuen	4.942	÷7.533	<b>Passiver i alt</b>	<b>138.139</b>	<b>121.923</b>
<b>I alt disponeret</b>	<b>9.558</b>	<b>1.175</b>			

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	19,97	÷2,03	18,48	0,78	8,29
Benchmarkafkast (pct.)	20,94	÷1,39	19,12	1,40	8,20
Sharpe Ratio	0,60	0,00	1,03	0,37	0,58
Indre værdi (DKK pr. andel)	120,12	113,94	127,97	125,48	126,18
Nettoresultat (t.DKK)	26.973	÷2.981	19.525	1.175	9.558
Udbytte (DKK pr. andel)	3,75	5,90	4,40	8,90	4,20
Administrationsomkostninger (pct.)	0,61	0,61	0,61	0,61	0,62
ÅOP	0,99	0,92	0,95	0,82	0,82
Omsætningshastighed (antal gange)	0,00	0,00	0,01	0,07	0,08
Investorerens formue (t.DKK)	151.190	123.719	124.960	121.917	138.126
Antal andele	1.258.676	1.085.858	976.515	971.602	1.094.655
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

## Fjernøsten Indeks KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	1	0
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	1	1
Andre renteindtægter	÷3	0
I alt renteindtægter	÷1	1

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	1	3
I alt renteudgifter	1	3

Note 3: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	3.282	4.354
I alt udbytter	3.282	4.354

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	1	16
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	7.536	÷2.156
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	÷90	0
Valutakonti	20	282
Øvrige aktiver/passiver	÷4	1
Handelsomkostninger	÷79	÷74
I alt kursgevinster og -tab	7.384	÷1.932

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷133	÷125
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	54	51
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷79	÷74

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	1	0
Managementhonorar	573	0	616	0
Fast administrationshonorar	183	0	201	0
I alt opdelt adm.omk.	755	0	817	0
I alt adm.omkostninger		755		817

Note 7: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	350	428
I alt skat	350	428

Note 8: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK	2016	2015
Renter og udbytter	3.280	4.353
Ikke refunderbar udbytteskat	÷350	÷428
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	0	3
Kursgevinst til udlodning	1.970	5.637
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	471	÷90
Udlodning overført fra sidste år	61	42
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	5.432	9.517
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	755	817
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷61	9
I alt til rådighed for udlodning, netto	4.615	8.708

Note 9: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo	971.602	121.917	976.515	124.960
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷8.647		÷4.297
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		78		15
Emissioner i året	137.053	16.772	68.687	9.234
Indløsninger i året	÷14.000	÷1.571	÷73.600	÷9.199
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		19		28
Foreslået udlodning		4.598		8.647
Overførsel af periodens resultat		4.942		÷7.533
Overført til udlodning næste år		18		61
I alt investorenes formue	1.094.655	138.126	971.602	121.917

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,8	99,3
Øvrige finansielle instrumenter	0,1	0,0
I alt finansielle instrumenter	98,9	99,3
Øvrige aktiver og passiver	1,1	0,7
I alt	100,0	100,0

## Fonde KL

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

Afdelingen er aktivt styret.

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Da afdelingen investerer i obligationer udstedt i danske kroner, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den danske rente.

### Markedet

2016 blev et begivenhedsrigt år, idet året startede med bekymringer for recession i USA, delvist på grund af en styrket USD, og ikke mindst på grund af kollapset i energiinvesteringerne som konsekvens af det store fald i olieprisen. Renterne reagerede over en bred kam med at falde grundet de negative vækstforventninger. Dette billede blev yderligere forstærket af det overraskende nej til EU fra britisk side ved folkeafstemningen i juni. Da den europæiske centralbank

(ECB) samtidig i hele perioden, via deres obligationsopkøbsprogram opkøbte store mængder obligationer for at stimulere økonomien, faldt renterne løbende. Rente på den danske toneangivende 10-årige statsobligation satte således en ny historisk bundrekord i september med en negativ rente på 0,06 pct. Ved årets afslutning var krisefrygten afløst af spirende vækstforventninger. Trumps overraskende valgsejr resulterede kortvarigt i aktiekursfald og faldende renter. Hurtigt ændredes markedsstemningen. Optimisme og fornyet tro på økonomisk vækst, samt stigende inflation medførte stigende aktiekurser og stigende renter mod slutningen af året. Rente på en 2-årig dansk statsobligation faldt hen over året med 0,35 procentpoint og endte året i -0,59 pct., mens renten på den toneangivende 10-årige danske statsobligation faldt med 0,59 procentpoint til 0,33 pct.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et positivt afkast på 3,59 pct. Afdelingen har intet benchmark, da afdelingen følger en absolut investeringsstrategi, hvor målsætningen er at skabe positivt afkast, der er uafhængigt af markedsafkastet. Der anvendes et indikativt indeks, mod hvilket afdelingens afkast måles. Det opnåede afkast var meget tilfredsstillende set i forhold til konkurrenter og dette indikative indeks, hvilket steg 2,07 pct. i samme periode. Afdelingen har indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet lavere renter og højere merafkast på realkreditobligationer i forhold til sammenlignelige danske statsobligationer.

### Vurdering af resultatet

De faldende renter hen over året medførte de bedste afkast i afdelingens lange obligationer. De højeste afkast blev opnået i de helt lange 30-årige realkreditobligationer med kuponrenter på 2,5 pct. eller derunder. I den modsatte retning trak beholdningen af helt korte obligationer og obligationer med variabel rente. Denne type obligationer er meget kursstabile, og nød derfor ikke helt så godt af den faldende rente. Afdelingen var primært investeret i realkreditobligationer, hvilket bidrog positivt til afkastet, da realkreditobligationer i gennemsnit gav højere afkast end sammenlignelige statsobligationer.

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: April 1998

Risikoindikator (1-7): 2

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0015989610

Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Varigheder

0-1 år 23,5%

1-3 år 21,1%

3-5 år 27,8%

5-10 år 27,5%

Øvrige inkl. likvide 0,1%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio 1,33

Standardafvigelse 1,44



## Fonde KL

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Vi forventer, at den spirende vækst i verdensøkonomien vil fortsætte i 2017 - men dog ikke uden forhindringer. De ekstremt lave renter, som verdens centralbanker har fastholdt, ser nu ud til at nærme sig afslutning. Den amerikanske centralbank (Fed) har signaleret en ende på den lempelige pengepolitik, ved som ventet at hæve renten med 0,25 procentpoint i december 2016. ECB har dog omvendt signaleret uforandrede renter og forlænget deres opkøbsprogram af obligationer, så det nu kommer til at løbe gennem hele 2017. En bedring af de økonomiske udsigter forventes at medføre stigende renter. 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. Set i et historisk perspektiv er det danske renteniveau meget lavt, og selv en svag rentestigning vil derfor kunne mindske et positivt afkast i 2017.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer overordnet vækst i verdensøkonomien og svagt stigende renter. Specielt ventes de amerikanske renter at stige. ECB har tidligere udmeldt en lempelig pengepolitik for 2017, så i Europa og Danmark forventer vi kun mindre udsving i forhold til renteniveauet ved udgangen af 2016.

Ved indgangen af 2017 har afdelingen en høj andel realkreditobligationer og en overvægt af renterisiko set i forhold til mellemlange danske obligationer. Vi forventer, at renteforskellen mellem statsobligationer og realkreditobligationer forbliver nogenlunde uændret gennem 2017, men på grund af realkreditobligationernes merrente forventer vi, at realkreditobligationer vil give det højeste afkast.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast. Afkastet kan dog blive negativt, hvilket blandt andet afhænger af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling. Da 2017 samtidig er et valgår i en del europæiske lande, samler usikkerheden sig også om resultatet af disse valg.

## Fonde KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	50.464	57.193	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	51	108	Indestående i depotselskab	1.291	3.861
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>50.413</b>	<b>57.084</b>	<b>I alt likvide midler</b>	<b>1.291</b>	<b>3.861</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab:</b>			<b>Obligationer:</b>		
Obligationer	36.094	÷55.310	Not. obl. fra danske udstedere	2.073.050	2.066.318
4 Handelsomkostninger	0	0	<b>I alt obligationer</b>	<b>2.073.050</b>	<b>2.066.318</b>
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>36.094</b>	<b>÷55.310</b>	<b>Andre aktiver:</b>		
<b>I alt indtægter</b>	<b>86.507</b>	<b>1.774</b>	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	11.595	12.770
5 Administrationsomkostninger	11.829	12.276	Mellemvær. vedr. handelsafv.	99.357	1.280
<b>Resultat før skat</b>	<b>74.678</b>	<b>÷10.502</b>	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>110.952</b>	<b>14.050</b>
Skat	0	0	<b>Aktiver i alt</b>	<b>2.185.292</b>	<b>2.084.229</b>
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>74.678</b>	<b>÷10.502</b>	<b>Passiver</b>		
<b>Resultatdisponering</b>			7 Investorers formue	2.185.094	2.084.150
Foreslået udlodning	18.843	20.534	<b>Anden gæld:</b>		
Udbetalt acontoudlodning	23.083	22.419	Skyldige omkostninger	199	80
Overført til udlodning næste år	1.361	1.146	<b>I alt anden gæld</b>	<b>199</b>	<b>80</b>
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	43.287	44.098	<b>Passiver i alt</b>	<b>2.185.292</b>	<b>2.084.229</b>
Overført til formuen	31.391	÷54.600			
<b>I alt disponeret</b>	<b>74.678</b>	<b>÷10.502</b>			

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	3,08	1,71	2,70	÷0,44	3,59
Sharpe Ratio	2,65	2,08	2,01	0,89	1,33
Indre værdi (DKK pr. andel)	95,16	94,07	94,11	91,35	92,77
Nettoresultat (t.DKK)	98.741	48.687	69.782	÷10.502	74.678
Udbytte (DKK pr. andel)	3,25	2,60	2,50	1,85	1,75
Administrationsomkostninger (pct.)	0,55	0,54	0,55	0,55	0,55
ÅOP	0,75	0,71	0,72	0,58	0,58
Omsætningshastighed (antal gange)	0,42	0,24	0,15	0,31	0,30
Investorers formue (t.DKK)	3.201.041	2.663.217	2.430.777	2.084.150	2.185.094
Antal andele	33.638.792	28.311.979	25.830.225	22.815.171	23.553.912
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

## Fonde KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	50.464	56.643
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	0	550
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>50.464</b>	<b>57.193</b>

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	51	108
<b>I alt renteudgifter</b>	<b>51</b>	<b>108</b>

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	36.094	+55.313
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	0	3
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>36.094</b>	<b>+55.310</b>

Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	0	0
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	9.678	0	10.044	0
Fast administrationshonorar	2.151	0	2.232	0
I alt opdelt adm.omk.	11.829	0	12.276	0
<b>I alt adm.omkostninger</b>		<b>11.829</b>		<b>12.276</b>

Note 6: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK	2016	2015
Renter og udbytter	50.413	57.084
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	0	108
Kursgevinst til udlodning	2.262	+41
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	1.665	+2.416
Udlodning overført fra sidste år	1.146	1.148
<b>Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger</b>	<b>55.486</b>	<b>55.884</b>
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	11.829	12.276
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	+370	491
<b>I alt til rådighed for udlodning, netto</b>	<b>43.287</b>	<b>44.098</b>

Note 7: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo	22.815.171	2.084.150	25.830.225	2.430.777
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		+20.534		+36.162
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		+265		1.690
Emissioner i året	3.291.604	306.246	201.740	18.495
Indløsninger i året	+2.552.863	+236.386	+3.216.794	+298.042
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag og foreslået udlodning		289		312
		18.843		20.534
Overførsel af periodens resultat		31.391		+54.600
Overført til udlodning næste år		1.361		1.146
<b>I alt investorernes formue</b>	<b>23.553.912</b>	<b>2.185.094</b>	<b>22.815.171</b>	<b>2.084.150</b>

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	94,9	99,1
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>94,9</b>	<b>99,1</b>
Øvrige aktiver og passiver	5,1	0,9
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

## Global Højt Udbytte KL

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

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Da afdelingen investerer globalt i aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

Udviklingen på aktiemarkederne var negativ i starten af 2016 for derefter at udvikle sig positivt. Aktiemarkedet i USA var et af de bedre. Det steg bl.a. som følge af den fortsat lempelig pengepolitik, som grundet usikkerhed med hensyn til den makroøkonomiske udvikling i starten af året indebar en udskydelse af de forventede forhøjelser af de ledende renter. Det amerikanske præsidentvalg overraskede markedet, idet

den republikanske kandidat Donald Trump – overraskende i forhold til meningsmålingerne – vandt valget. Valget af en republikansk præsident og hermed en potentiel ændring af den førte økonomiske politik i USA betød, at de mere cykliske sektorer steg pænt i slutningen af året. En potentiel ændring af den førte økonomiske politik i retning af en mere ekspansiv finanspolitik drevet af infrastrukturinvesteringer og en potentiel nedsættelse af selskabsskatterne var positivt for aktiemarkedet. Det europæiske aktiemarked var blandt andet påvirket af Storbritanniens afstemning om fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde. Afstemningsresultat blev et nej til fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, og dette skabte fornyet usikkerhed og negative kursreaktioner. De negative kursreaktioner var relativt kortvarige, og andet halvår af 2016 bød på en vending i aktiemarkedet og positive afkast. Den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en pæn økonomisk vækst og fortsat attraktive finansielle vilkår var understøttende for kursudviklingen. Det japanske aktiemarked fulgte den globale trend over året og sluttede med et afkast, der var lidt bedre end afkastet i Europa, men svagere end afkastet i USA.

Aktier med højt udbytte målt har givet et afkast, der er ca. 1,8 procentpoint højere end det generelle aktiemarked.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 10,79 pct., mens benchmark steg 12,15 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har end indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en stabilisering af råvarepriserne, fortsat lave renter og god økonomisk vækst.

### Vurdering af resultatet

At afdelingen gav et lavere afkast end benchmark skyldtes alene den geografiske fordeling, som afveg markant fra benchmark særligt for så vidt angår USA og Europa. Undervægten i USA til fordel for Europa skyldtes dels, at vi forventede mere vækstmæssig medvind for Europa end for USA, og dels at vi havde sværere ved at finde attraktive investeringskandidater med højt udbytte i USA end i Europa. Aktievalget

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: November 2014

Risikoindikator (1-7): 5

Benchmark: MSCI World High Dividend Index inklusive nettoudbytter

Fondskode: DK0060577484

Porteføljerrådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Landefordeling

USA	37,8%
Storbritannien	13,5%
Schweiz	9,3%
Sverige	7,9%
Holland	7,6%
Øvrige inkl. likvide	23,9%

### Nøgletal for risiko

Active share 73,74

## Global Højt Udbytte KL

var derimod positivt og bidrog til at begrænse det negative bidrag fra landeallokeringen væsentligt. Vores bedste aktier var at finde inden for energi. Amerikanske Chevron og engelske Royal Dutch Shell nød godt af, at olie- og gaspriserne steg, hvilket udmøntede sig i afkast på henholdsvis 54 og 41 pct. Begge selskaber har benyttet svagheden i oliemarkedet til at øge deres konkurrencedygtighed gennem kraftige effektiviseringer. Den canadiske bank Toronto-Dominion Bank nød også godt af olieprisstigningerne og gav et afkast på 33 pct. Endelig fik vi også et solidt afkast fra det amerikanske forsyningsselskab Edison International, som vi købte til porteføljen i december 2015. Modsat trak en række af vores europæiske aktier ned i afkastet. Særligt engelske selskaber var ramt, om end størstedelen af tabene kom fra svækkelsen af GBP på ca. 13 pct. Således gav Direct Line Insurance, AstraZeneca og National Grid negative afkast på henholdsvis 15, 14 og 9 pct. Derudover havde vi også negative afkast på finske Sampo og svenske Telia – for sidstnævnte skyldtes det generel modvind for europæiske teleselskaber, men også usikkerhed omkring Tyrkiet, hvor Telia også har aktiviteter.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Væksten i verdensøkonomien er fortsat positivt understøttet af en lempelig pengepolitik i såvel de udviklede økonomier som i emerging markets. Vækstniveauet i de udviklede økonomier er præget af diversitet de økonomiske regioner imellem. Europæisk økonomi er positivt understøttet af den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar, attraktive finansielle vilkår og afdæmpede inflationsforventninger. I USA er den økonomiske vækst pæn og arbejdsmarkedet stramt, og den Amerikanske Centralbank har genoptaget forhøjelserne af de ledende renter. Det er endnu ikke afklaret i detaljer, hvorledes den nyvalgte amerikanske præsident, Donald Trump, vil forvalte sit præsidentembede – herunder evt. ændre den førte økonomiske politik. Usikkerhed med hensyn til den økonomiske udvikling i såvel de udviklede økonomier som emerging markets, tempoet i stramningen af pengepolitikken i USA samt mindre tiltro til længden af en fortsat lempelig pengepolitik i Europa og Japan vil kunne give anledning til en negativ stemning på aktiemarkederne.

De afledte effekter på de globale finansielle markeder af en stramning af pengepolitikken i USA og dermed en stigning i de ledende renter i takt med pæn økonomisk vækst har blandt andet medført, at renten på 10-årige statsobligationer er steget. Dette indikerer således et paradigmeskift efter en lang periode med rentefald. En intensivering i rentestigningerne blandt andet er drevet af ændringen i den førte økonomiske politik kan give usikkerhed på aktiemarkederne.

Udviklingen på råvaremarkederne – og i særdeleshed i olieprisen – samt valutabevægelser kan få såvel positive som negative afledte effekter på aktiemarkederne.

Endelig vil en række betydende folkeafstemninger i Europa, Storbritanniens forventede aktivering af artikel 50 i starten af 2017 og nyheder i relation til de politiske forhandlinger kunne påvirke aktiemarkederne negativt.

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

Afdelingen har fokus på aktier med et højt udbytte. Afdelingens største overvægte på sektorniveau er ved udgangen af 2016 finans forsikring, forsyning og sundhed, som er de sektorer, hvor vi finder flest selskaber med høje udbyttebetalinger og lav risiko. Modsat er vores største undervægte inden for sektorerne informationsteknologi, materialer og industri, hvor prisfastsættelsen af mange selskaber er steget i løbet af 2016.

### Forventninger til markedet samt strategi

Væksten i den globale økonomi er positiv drevet af en solid økonomisk udvikling i de udviklede økonomier samtidigt med, at den økonomiske vækst i emerging markets er stabiliseret. Der er fortsat stor variation i vækstudviklingen imellem de forskellige økonomiske regioner. I USA forventes en stærk vækst at resultere i en stramning af pengepolitikken i 2017. Kombineret med en relativ høj prisfastsættelse kan det lægge en dæmper på udviklingen på aktiemarkedet. I Europa vil vi fortsat opleve meget lempelige finansielle vilkår. Dette vil understøtte investerings- og forbrugslysten, samtidigt med at en fortsat svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar vil være understøttende for den økonomiske vækst og dermed skabe et fornuftigt indtjeningspotentiale kombineret med en attraktiv prisfastsættelse. I 2017 forventer vi en moderat positiv udvikling på aktiemarkederne, men også markeder der vil være præget af både stigende og faldende risikoappetit drevet af økonomiske og politiske nyheder globalt.

Afdelingens største overvægte ved udgangen af 2016 er aktier i sektorerne finans forsikring, sundhed og forsyning, som forventes at give stabilitet i porteføljen. Vi er derimod mere forsigtige inden for de cykliske sektorer, hvor vi primært fokuserer på banker, som er velkapitaliserede og skaber pengestrømme, samt industri- og materialeselskaber med ledende markedspositioner og stærke produktudviklingskompetencer inden for deres respektive områder. Geografisk set finder vi fra et udbytte-perspektiv fortsat Europa mere attraktivt end USA.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Global Højt Udbytte KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	6	1	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	18	8	Indestående i depotselskab	3.807	1.879
3 Udbytter	19.991	6.938	<b>I alt likvide midler</b>	<b>3.807</b>	<b>1.879</b>
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>19.979</b>	<b>6.931</b>	<b>Kapitalandele:</b>		
4 <b>Kursgevinster og -tab:</b>			Not. aktier fra udl. selskaber	696.088	311.062
Kapitalandele	49.166	11.490	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>696.088</b>	<b>311.062</b>
Valutakonti	407	665	<b>Andre aktiver:</b>		
Øvrige aktiver/passiver	7	÷12	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	921	398
5 Handelsomkostninger	÷194	÷146	Mellemvær. vedr. handelsafv.	117	553
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>49.387</b>	<b>11.997</b>	Aktuelle skatteaktiver	327	117
<b>I alt indtægter</b>	<b>69.365</b>	<b>18.928</b>	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>1.365</b>	<b>1.068</b>
6 Administrationsomkostninger	7.375	3.068	<b>Aktiver i alt</b>	<b>701.260</b>	<b>314.010</b>
<b>Resultat før skat</b>	<b>61.990</b>	<b>15.861</b>	<b>Passiver</b>		
7 Skat	1.410	673	9 Investorerers formue	701.065	313.984
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>60.580</b>	<b>15.188</b>	<b>Anden gæld:</b>		
<b>Resultatdisponering</b>			Skyldige omkostninger	196	26
Foreslået udlodning	19.846	12.333	<b>I alt anden gæld</b>	<b>196</b>	<b>26</b>
Overført til udlodning næste år	63	107	<b>Passiver i alt</b>	<b>701.260</b>	<b>314.010</b>
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	19.909	12.441			
Overført til formuen	40.671	2.747			
<b>I alt disponeret</b>	<b>60.580</b>	<b>15.188</b>			

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	2014	2015	2016
Afkast (pct.)*	-	-	1,49	7,86	10,79
Benchmarkafkast (pct.)*	-	-	1,00	8,06	12,15
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	101,49	109,47	116,57
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	1.355	15.188	60.580
Udbytte (DKK pr. andel)	-	-	0,00	4,30	3,30
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	1,62	1,62	1,64
ÅOP	-	-	1,91	1,80	1,76
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	0,03	0,32	0,16
Investorerers formue (t.DKK)	-	-	113.929	313.984	701.065
Antal andele	-	-	1.122.512	2.868.175	6.014.029
Stykstørrelse i DKK	-	-	100	100	100

\* 2014 dækker en periode på mindre end 12 måneder

## Global Højt Udbytte KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

#### Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK

	2016	2015
Indestående i depotselskab	6	1
I alt renteindtægter	6	1

#### Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK

	2016	2015
Andre renteudgifter	18	8
I alt renteudgifter	18	8

#### Note 3: Udbytter i 1.000 DKK

	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	19.991	6.938
I alt udbytter	19.991	6.938

#### Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK

	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	49.166	11.490
Valutakonti	407	665
Øvrige aktiver/passiver	7	÷ 12
Handelsomkostninger	÷ 194	÷ 146
I alt kursgevinster og -tab	49.387	11.997

#### Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK

	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷ 631	÷ 366
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	437	220
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷ 194	÷ 146

#### Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK

	2016		2015	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	6.745	0	2.802	0
Fast administrationshonorar	630	0	265	0
I alt opdelte adm.omk.	7.375	0	3.068	0
I alt adm.omkostninger		7.375		3.068

#### Note 7: Skat i 1.000 DKK

	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	1.410	673
I alt skat	1.410	673

#### Note 8: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK

	2016	2015
Renter og udbytter	19.979	6.931
Ikke refunderbar udbytteskat	÷ 1.410	÷ 673
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	÷ 205	÷ 111
Kursgevinst til udlodning	2.293	2.701
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	9.867	8.718
Udlodning overført fra sidste år	107	0
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	30.631	17.567
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	7.375	3.068
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷ 3.347	÷ 2.059
I alt til rådighed for udlodning netto	19.909	12.441

#### Note 9: Investorers formue

	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo	2.868.175	313.984	1.122.512	113.929
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		÷ 12.333		0
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		÷ 3.281		0
Emissioner i året	3.145.854	341.732	1.745.663	184.798
Netto emissionsstillæg og indløsningsfradrag og foreslået udlodning		382		69
Overførsel af periodens resultat		19.846		12.333
Overført til udlodning næste år		40.671		2.747
		63		107
I alt investorernes formue	6.014.029	701.065	2.868.175	313.984

### Supplerende noter

	2016	2015
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,3	99,1
I alt finansielle instrumenter	99,3	99,1
Øvrige aktiver og passiver	0,7	0,9
I alt	100,0	100,0

## Global Indeks KL

Investorerer indeksbaseret globalt i børsnoterede aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Da afdelingen investerer globalt i aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

Udviklingen på aktiemarkederne var negativ i starten af 2016 for derefter at udvikle sig positivt. Aktiemarkedet i USA var et af de bedre. Det steg bl.a. som følge af den fortsat lempelig pengepolitik, som grundet usikkerhed med hensyn til den makroøkonomiske udvikling i starten af året indebar en

udskydelse af de forventede forhøjelser af de ledende renter. Det amerikanske præsidentvalg overraskede markedet, idet den republikanske kandidat Donald Trump – overraskende i forhold til meningsmålingerne – vandt valget. Valget af en republikansk præsident og hermed en potentiel ændring af den førte økonomiske politik i USA betød, at de mere cykliske sektorer steg pænt i slutningen af året. En potentiel ændring af den førte økonomiske politik i retning af en mere ekspansiv finanspolitik drevet af infrastrukturinvesteringer og en potentiel nedsættelse af selskabsskatterne var positivt for aktiemarkedet. Det europæiske aktiemarked var blandt andet påvirket af Storbritanniens afstemning om fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde. Afstemningsresultat blev et nej til fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, og dette skabte fornyet usikkerhed og negative kursreaktioner. De negative kursreaktioner var relativt kortvarige, og andet halvår af 2016 bød på en vending i aktiemarkedet og positive afkast. Den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en pæn økonomisk vækst og fortsat attraktive finansielle vilkår var understøttende for kursudviklingen. Det japanske aktiemarked fulgte den globale trend over året og sluttede med et afkast, der var lidt bedre end afkastet i Europa, men svagere end afkastet i USA.

Emerging markets steg for første gang i en årrække mere end de mere udviklede markeder. Udviklingen var drevet af den kinesiske vækst, som blev stabiliseret i løbet af året, og transformationen af økonomien i retning mod en mere forbrugsdrevet udvikling. Også andre områder af emerging markets – Latinamerika og Østeuropa – oplevede en stabilisering og vending.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 9,90 pct., mens benchmark steg 10,32 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark, og har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en stabilisering af råvarepriserne, fortsat lave renter og god økonomisk vækst.

#### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Marts 2000

Risikoindikator (1-7): 5

Benchmark: MSCI World inkl. nettoudbytter

Fondskode: DK0010263052

Porteføljerrådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

#### Landefordeling

USA	58,3%
Japan	8,7%
Storbritannien	5,7%
Schweiz	3,8%
Canada	3,7%
Øvrige inkl. likvide	19,8%

#### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	1,04
Standardafvigelse	11,72
Tracking error	0,12
Information Ratio	+3,45
Sharpe Ratio (benchm.)	1,06
Standardafvigelse (benchm.)	11,79
Active share	2,88



## Global Indeks KL

### Vurdering af resultatet

Der var en tilfredsstillende overensstemmelse mellem afdelingens afkast og udviklingen i benchmark.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Væksten i verdensøkonomien er fortsat positivt understøttet af en lempelig pengepolitik i såvel de udviklede økonomier som i emerging markets. Vækstniveauet i de udviklede økonomier er præget af diversitet de økonomiske regioner imellem. Europæisk økonomi er positivt understøttet af den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar, attraktive finansielle vilkår og afdæmpede inflationsforventninger. I USA er den økonomiske vækst pæn og arbejdsmarkedet stramt, og den Amerikanske Centralbank har genoptaget forhøjelserne af de ledende renter. Det er endnu ikke afklaret i detaljer, hvorledes den nyvalgte amerikanske præsident, Donald Trump, vil forvalte sit præsidentembede – herunder evt. ændre den førte økonomiske politik. Usikkerhed med hensyn til den økonomiske udvikling i såvel de udviklede økonomier som emerging markets, tempoet i stramningen af pengepolitikken i USA samt mindre tiltro til længden af en fortsat lempelig pengepolitik i Europa og Japan vil kunne give anledning til en negativ stemning på aktiemarkederne.

De afledte effekter på de globale finansielle markeder af en stramning af pengepolitikken i USA og dermed en stigning i de ledende renter i takt med pæn økonomisk vækst har blandt andet medført, at renten på 10-årige statsobligationer er steget. Dette indikerer således et paradigmeskift efter en lang periode med rentefald. En intensivering i rentestigningerne blandt andet er drevet af ændringen i den førte økonomiske politik kan give usikkerhed på aktiemarkederne.

Udviklingen på råvaremarkederne – og i særdeleshed i olieprisen – samt valutabevægelser kan få såvel positive som negative afledte effekter på aktiemarkederne.

Endelig vil en række betydende folkeafstemninger i Europa, Storbritanniens forventede aktivering af artikel 50 i starten af 2017 og nyheder i relation til de politiske forhandlinger kunne påvirke aktiemarkederne negativt.

Afdelingen har betydelige investeringer indenfor sektorerne sundhed og stabilt forbrug. Afkastet på aktier i disse sektorer kan bl.a. være følsomme over for udviklingen i det offentlige forbrug samt det private forbrug.

### Forventninger til markedet samt strategi

Væksten i den globale økonomi er positiv drevet af en solid økonomisk udvikling i de udviklede økonomier samtidigt med, at den økonomiske vækst i emerging markets er stabiliseret. Der er fortsat stor variation i vækstudviklingen imellem de forskellige økonomiske regioner. I USA forventes en stærk vækst at resultere i en stramning af pengepolitikken i 2017. Kombineret med en relativ høj prisfastsættelse kan det lægge en dæmper på udviklingen på aktiemarkedet. I Europa vil vi fortsat opleve meget lempelige finansielle vilkår. Dette vil understøtte investerings- og forbrugslysten, samtidigt med at en fortsat svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar vil være understøttende for den økonomiske vækst og dermed skabe et fornuftigt indtjeningspotentiale kombineret med en attraktiv prisfastsættelse. I 2017 forventer vi en moderat positiv udvikling på aktiemarkederne, men også markeder der vil være præget af både stigende og faldende risikoappetit drevet af økonomiske og politiske nyheder globalt.

Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger udviklingen i det valgte benchmark. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et afkast, der er lidt lavere end udviklingen i det valgte benchmark, idet omkostningerne trækkes fra i afkastet.

## Global Indeks KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	24	20	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	43	57	Indestående i depotselskab	2.938	9.195
3 Udbytter	70.767	77.068	<b>I alt likvide midler</b>	<b>2.938</b>	<b>9.195</b>
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>70.747</b>	<b>77.031</b>	<b>Kapitalandele:</b>		
4 <b>Kursgevinster og -tab:</b>			Not. aktier fra DK selskaber	17.536	19.399
Kapitalandele	166.971	198.315	Not. aktier fra udl. selskaber	2.893.224	2.607.829
Valutakonti	2.143	7.045	Unot. kap.andele fra udl. selsk.	651	1.044
Øvrige aktiver/passiver	÷75	12	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>2.911.411</b>	<b>2.628.272</b>
5 Handelsomkostninger	÷314	÷82	<b>Andre aktiver:</b>		
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>168.725</b>	<b>205.290</b>	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	3.292	3.321
6 Andre indtægter	60	91	Andre tilgodehavender	0	180
<b>I alt indtægter</b>	<b>239.533</b>	<b>282.412</b>	Mellemvær. vedr. handelsafv.	1.328	0
7 Administrationsomkostninger	14.507	16.400	Aktuelle skatteaktiver	1.603	2.094
<b>Resultat før skat</b>	<b>225.026</b>	<b>266.012</b>	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>6.223</b>	<b>5.594</b>
8 Skat	7.009	6.424	<b>Aktiver i alt</b>	<b>2.920.572</b>	<b>2.643.062</b>
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>218.017</b>	<b>259.588</b>	<b>Passiver</b>		
<b>Resultatdisponering</b>			10 Investorers formue	2.920.254	2.642.918
Foreslået udlodning	169.858	265.954	<b>Anden gæld:</b>		
Overført til udlodning næste år	231	310	Skyldige omkostninger	318	143
9 Disponeret i alt vedr. udlodning	170.089	266.264	<b>I alt anden gæld</b>	<b>318</b>	<b>143</b>
Overført til formuen	47.927	÷6.676	<b>Passiver i alt</b>	<b>2.920.572</b>	<b>2.643.062</b>
<b>I alt disponeret</b>	<b>218.017</b>	<b>259.588</b>			

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	14,08	20,91	18,99	10,14	9,90
Benchmarkafkast (pct.)	14,49	21,19	19,27	10,66	10,32
Sharpe Ratio	0,78	0,80	2,62	1,38	1,04
Indre værdi (DKK pr. andel)	68,50	81,14	96,54	106,33	104,87
Nettoresultat (t.DKK)	162.986	263.614	359.441	259.588	218.017
Udbytte (DKK pr. andel)	1,50	0,00	0,00	10,70	6,10
Administrationsomkostninger (pct.)	0,59	0,62	0,61	0,61	0,62
ÅOP	0,85	0,86	0,85	0,66	0,67
Omsætningshastighed (antal gange)	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01
Investorerers formue (t.DKK)	1.264.580	1.604.155	2.656.781	2.642.918	2.920.254
Antal andele	18.462.055	19.771.333	27.518.614	24.855.538	27.845.557
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

## Global Indeks KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	24	20
Andre renteindtægter	0	0
I alt renteindtægter	24	20

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	43	57
I alt renteudgifter	43	57

Note 3: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	387	322
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	69.283	75.422
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	34	290
Øvrige udbytter	1.063	1.035
I alt udbytter	70.767	77.068

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	÷2.839	5.134
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	169.981	193.379
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	÷171	÷198
Vælutakonti	2.143	7.045
Øvrige aktiver/passiver	÷75	12
Handelsomkostninger	÷314	÷82
I alt kursgevinster og -tab	168.725	205.290

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷1.849	÷1.359
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	1.535	1.277
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷314	÷82

Note 6: Andre indtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Brutto gebyrindtægt ved aktieudlån	87	119
Danske Bank A/S	÷19	÷20
Danske Invest Management A/S	÷8	÷8
I alt andre indtægter	60	91

Note 7: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	0	0	27	0
Øvrige omkostninger	1	0	6	0
Managementhonorar	10.996	0	12.345	0
Fast administrationshonorar	3.509	0	4.023	0
I alt opdelte adm.omk.	14.507	0	16.400	0
I alt adm.omkostninger		14.507		16.400

Note 8: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	7.009	6.424
I alt skat	7.009	6.424

Note 9: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK	2016	2015
Renter og udbytter	70.747	77.031
Ikke refunderbar udbytteskat	÷7.009	÷6.424
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	396	÷280
Kursgevinst til udlodning	93.359	300.116
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter; udbytter og kursgevinster	29.150	63.091
Udlodning overført fra sidste år	310	÷151.058
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	186.953	282.476
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	14.507	16.400
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷2.356	188
I alt til rådighed for udlodning, netto	170.089	266.264

Note 10: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerens formue primo	24.855.538	2.642.918	27.518.614	2.656.781
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷265.954		0
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		32.731		0
Emissioner i året	10.313.147	999.792	6.964.023	766.867
Indløsninger i året	÷7.323.128	÷707.249	÷9.627.099	÷1.041.469
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		0		1.152
Foreslået udlodning		169.858		265.954
Overførsel af periodens resultat		47.927		÷6.676
Overført til udlodning næste år		231		310
I alt investorerens formue	27.845.557	2.920.254	24.855.538	2.642.918

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,7	99,4
I alt finansielle instrumenter	99,7	99,4
Øvrige aktiver og passiver	0,3	0,6
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank	Markedsværdi 2016	Markedsværdi 2015
Navn		
Danske Bank	1.848	1.636
Aktieudlån i 1.000 DKK	2016	2015
Kursværdi af udlånte aktier	0	76.423
Sikkerhed for udlånte aktier i form af:		
Noterede obligationer fra danske udstedere	0	86.256
I alt sikkerhed	0	86.256

## Global Indeks 2 KL

Investorerer indeksbaseret globalt i børsnoterede aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Da afdelingen investerer globalt i aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

Udviklingen på aktiemarkederne var negativ i starten af 2016 for derefter at udvikle sig positivt. Aktiemarkedet i USA var et af de bedre. Det steg bl.a. som følge af den fortsat lempelig pengepolitik, som grundet usikkerhed med hensyn til den makroøkonomiske udvikling i starten af året indebar en udskydelse af de forventede forhøjelser af de ledende renter. Det amerikanske præsidentvalg overraskede markedet, idet

den republikanske kandidat Donald Trump – overraskende i forhold til meningsmålingerne – vandt valget. Valget af en republikansk præsident og hermed en potentiel ændring af den førte økonomiske politik i USA betød, at de mere cykliske sektorer steg pænt i slutningen af året. En potentiel ændring af den førte økonomiske politik i retning af en mere ekspansiv finanspolitik drevet af infrastrukturinvesteringer og en potentiel nedsættelse af selskabsskatterne var positivt for aktiemarkedet. Det europæiske aktiemarked var blandt andet påvirket af Storbritanniens afstemning om fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde. Afstemningsresultat blev et nej til fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, og dette skabte fornyet usikkerhed og negative kursreaktioner. De negative kursreaktioner var relativt kortvarige, og andet halvår af 2016 bød på en vending i aktiemarkedet og positive afkast. Den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en pæn økonomisk vækst og fortsat attraktive finansielle vilkår var understøttende for kursudviklingen. Det japanske aktiemarked fulgte den globale trend over året og sluttede med et afkast, der var lidt bedre end afkastet i Europa, men svagere end afkastet i USA.

Emerging markets steg for første gang i en årrække mere end de mere udviklede markeder. Udviklingen var drevet af den kinesiske vækst, som blev stabiliseret i løbet af året, og transformationen af økonomien i retning mod en mere forbrugsdrevet udvikling. Også andre områder af emerging markets – Latinamerika og Østeuropa – oplevede en stabilisering og vending.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 9,85 pct., mens benchmark steg 10,32 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark, og har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en stabilisering af råvarepriserne, fortsat lave renter og god økonomisk vækst.

### Vurdering af resultatet

Der var en tilfredsstillende overensstemmelse mellem afdelingens afkast og udviklingen i benchmark.

#### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Marts 1984

Risikoindikator (1-7): 5

Benchmark: MSCI World inkl. nettoudbytter

Fondskode: DK0010266584

Porteføljerrådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

#### Landefordeling

USA	58,4%
Japan	8,7%
Storbritannien	5,9%
Schweiz	3,7%
Canada	3,5%
Øvrige inkl. likvide	19,8%

#### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	1,04
Standardafvigelse	11,74
Tracking error	0,31
Information Ratio	÷ 1,36
Sharpe Ratio (benchm.)	1,06
Standardafvigelse (benchm.)	11,79
Active share	15,40

## Global Indeks 2 KL

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Væksten i verdensøkonomien er fortsat positivt understøttet af en lempelig pengepolitik i såvel de udviklede økonomier som i emerging markets. Vækstniveauet i de udviklede økonomier er præget af diversitet de økonomiske regioner imellem. Europæisk økonomi er positivt understøttet af den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar, attraktive.

### Forventninger til markedet samt strategi

Væksten i den globale økonomi er positiv drevet af en solid økonomisk udvikling i de udviklede økonomier samtidigt med, at den økonomiske vækst i emerging markets er stabiliseret. Der er fortsat stor variation i vækstudviklingen imellem de forskellige økonomiske regioner. I USA forventes en stærk vækst at resultere i en stramning af pengepolitikken i 2017. Kombineret med en relativ høj prisfastsættelse kan det lægge en dæmper på udviklingen på aktiemarkedet. I Europa vil vi fortsat opleve meget lempelige finansielle vilkår. Dette vil understøtte investerings- og forbrugslysten, samtidigt med at en fortsat svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar vil være understøttende for den økonomiske vækst og dermed skabe et fornuftigt indtjeningspotentiale kombineret med en attraktiv prisfastsættelse. I 2017 forventer vi en moderat positiv udvikling på aktiemarkederne, men også markeder der vil være præget af både stigende og faldende risikoappetit drevet af økonomiske og politiske nyheder globalt.

Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger udviklingen i det valgte benchmark. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et afkast, der er lidt lavere end udviklingen i det valgte benchmark, idet omkostningerne trækkes fra i afkastet.

## Global Indeks 2 KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	4	3	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	7	4	Indestående i depotselskab	1.280	1.937
3 Udbytter	16.755	16.979	<b>I alt likvide midler</b>	<b>1.280</b>	<b>1.937</b>
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>16.751</b>	<b>16.978</b>	<b>Kapitalandele:</b>		
4 <b>Kursgevinster og -tab:</b>			Not. aktier fra DK selskaber	4.141	4.085
Kapitalandele	42.712	38.675	Not. aktier fra udl. selskaber	616.830	537.515
Valutakonti	41	409	Unot. kap.andele fra udl. selsk.	3	0
Øvrige aktiver/passiver	÷22	7	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>620.974</b>	<b>541.600</b>
5 Handelsomkostninger	÷143	÷32	<b>Andre aktiver:</b>		
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>42.589</b>	<b>39.059</b>	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	702	668
6 Andre indtægter	14	12	Aktuelle skatteaktiver	341	530
<b>I alt indtægter</b>	<b>59.354</b>	<b>56.049</b>	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>1.043</b>	<b>1.198</b>
7 Administrationsomkostninger	3.315	3.369	<b>Aktiver i alt</b>	<b>623.297</b>	<b>544.735</b>
<b>Resultat før skat</b>	<b>56.038</b>	<b>52.680</b>	<b>Passiver</b>		
8 Skat	1.575	1.248	10 Investorerens formue	623.230	544.707
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>54.464</b>	<b>51.432</b>	<b>Anden gæld:</b>		
<b>Resultatdisponering</b>			Skyldige omkostninger	67	28
Foreslået udlodning	25.557	21.459	<b>I alt anden gæld</b>	<b>67</b>	<b>28</b>
Overført til udlodning næste år	164	378	<b>Passiver i alt</b>	<b>623.297</b>	<b>544.735</b>
9 Disponeret i alt vedr. udlodning	25.721	21.837			
Overført til formuen	28.743	29.595			
<b>I alt disponeret</b>	<b>54.464</b>	<b>51.432</b>			

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	14,27	21,06	19,00	10,17	9,85
Benchmarkafkast (pct.)	14,49	21,19	19,27	10,66	10,32
Sharpe Ratio	0,90	1,06	2,65	1,38	1,04
Indre værdi (DKK pr. andel)	69,23	82,13	97,50	104,07	109,74
Nettoresultat (t.DKK)	55.070	79.307	74.318	51.432	54.464
Udbytte (DKK pr. andel)	1,50	0,20	3,60	4,10	4,50
Administrationsomkostninger (pct.)	0,60	0,62	0,61	0,61	0,62
ÅOP	0,86	0,86	0,85	0,67	0,68
Omsætningshastighed (antal gange)	0,00	0,00	0,00	0,01	0,03
Investorerens formue (t.DKK)	403.541	418.258	471.813	544.707	623.230
Antal andele	5.828.789	5.092.587	4.839.014	5.233.975	5.679.400
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

## Global Indeks 2 KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	4	3
Andre renteindtægter	0	0
I alt renteindtægter	4	3

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	7	4
I alt renteudgifter	7	4

Note 3: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	102	106
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	16.411	16.720
Øvrige udbytter	242	152
I alt udbytter	16.755	16.979

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	÷519	1.281
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	43.230	37.394
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	2	0
Valutakonti	41	409
Øvrige aktiver/passiver	÷22	7
Handelsomkostninger	÷143	÷32
I alt kursgevinster og -tab	42.589	39.059

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷265	÷87
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	122	55
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷143	÷32

Note 6: Andre indtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Brutto gebyrindtægt ved aktieudlån	20	16
Danske Bank A/S	÷4	÷2
Danske Invest Management A/S	÷2	÷1
I alt andre indtægter	14	12

Note 7: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	0	0	12	0
Øvrige omkostninger	0	0	3	0
Managementhonorar	2.513	0	2.529	0
Fast administrationshonorar	802	0	825	0
I alt opdelte adm.omk.	3.315	0	3.369	0
I alt adm.omkostninger		3.315		3.369

Note 8: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	1.575	1.248
I alt skat	1.575	1.248

Note 9: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK	2016	2015
Renter og udbytter	16.751	16.978
Ikke refunderbar udbytteskat	÷1.575	÷1.248
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	153	170
Kursgevinst til udlodning	11.134	9.186
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	2.407	22
Udlodning overført fra sidste år	378	111
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	29.250	25.218
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	3.315	3.369
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷213	÷12
I alt til rådighed for udlodning, netto	25.721	21.837

Note 10: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerens formue primo	5.233.975	544.707	4.839.014	471.813
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷21.459		÷17.420
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		674		÷1.465
Emissioner i året	648.886	64.513	490.961	50.748
Indløsninger i året	÷203.461	÷19.669	÷96.000	÷10.480
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		0		80
Foreslået udlodning		25.557		21.459
Overførsel af periodens resultat		28.743		29.595
Overført til udlodning næste år		164		378
I alt investorerens formue	5.679.400	623.230	5.233.975	544.707

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,6	99,4
I alt finansielle instrumenter	99,6	99,4
Øvrige aktiver og passiver	0,4	0,6
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank	Markedsværdi 2016	Markedsværdi 2015
Danske Bank	771	667
Aktieudlån i 1.000 DKK	2016	2015
Kursværdi af udlånte aktier	0	14.691
Sikkerhed for udlånte aktier i form af:		
Noterede obligationer fra danske udstedere	0	16.513
I alt sikkerhed	0	16.513

## *Global Indeks – Akkumulerende KL*

Investerer indeksbaseret globalt i børsnoterede aktier. Hovedparten af afdelingens investeringer vil være i eller afdækket mod danske kroner eller euro.

Afdelingen udbydes i en andelsklasse:

- Global Indeks – Akkumulerende, klasse DKK h

Afdelingens ledelsesberetning og det samlede regnskab omfattende resultat af investeringer m.m., som foretages fælles for klasserne, samt resultat af klassernes egne valuta-afdækninger og omkostninger findes på de følgende sider:

Noter for de enkelte klasser findes også på de følgende sider:

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



## Global Indeks – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015	31.12.2016	31.12.2015	
	1.000 DKK	1.000 DKK	1.000 DKK	1.000 DKK	
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	2	2	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	5	9	Indestående i depotselskab		
3 Udbytter	5.118	7.413	1.869	819	
I alt renter og udbytter	5.115	7.406	I alt likvide midler	1.869	819
<b>4 Kursgevinster og -tab:</b>			<b>Kapitalandele:</b>		
Kapitalandele	10.895	17.773	Not. aktier fra DK selskaber		
Afledte finansielle instr.	÷3.135	÷12.563	1.973	2.158	
Valutakonti	÷1.287	÷8.287	Not. aktier fra udl. selskaber		
Øvrige aktiver/passiver	÷3	÷5	348.268	248.705	
5 Handelsomkostninger	÷59	÷107	Unot. kap.andele fra udl. selsk.		
I alt kursgevinster og -tab	6.412	÷3.189	107	0	
<b>6 Andre indtægter</b>			<b>I alt kapitalandele</b>		
Andre indtægter	2	4	350.348	250.864	
I alt indtægter	11.528	4.220	<b>Afl. finansielle instr.:</b>		
<b>7 Administrationsomkostninger</b>			Unot. afl. finansielle instr.		
Administrationsomkostninger	1.133	1.528	1.610	4.577	
<b>Resultat før skat</b>	<b>10.395</b>	<b>2.692</b>	<b>I alt afledte finansielle instr.</b>		
<b>8 Skat</b>	<b>526</b>	<b>582</b>	1.610	4.577	
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>9.869</b>	<b>2.110</b>	<b>Andre aktiver:</b>		
<b>Resultatdisponering</b>			Tilg.hav. renter, udbytter m.m.		
Overført til formuen	9.869	2.110	381	309	
<b>I alt disponeret</b>	<b>9.869</b>	<b>2.110</b>	Mellemvær. vedr. handelsafv.		
			0	302	
			Aktuelle skatteaktiver		
			118	134	
			<b>I alt andre aktiver</b>		
			499	745	
			<b>Aktiver i alt</b>		
			<b>354.325</b>	<b>257.005</b>	
			<b>Passiver</b>		
			<b>9 Investorers formue</b>		
			<b>350.825</b>	<b>256.709</b>	
			<b>Afledte finansielle instrumenter:</b>		
			Unot. afl. finansielle instr.		
			3.464	283	
			<b>I alt afledte finansielle instr.</b>		
			3.464	283	
			<b>Anden gæld:</b>		
			Skyldige omkostninger		
			37	14	
			<b>I alt anden gæld</b>		
			37	14	
			<b>Passiver i alt</b>		
			<b>354.325</b>	<b>257.005</b>	

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Nettoresultat (t.DKK)	5.238	12.364	10.914	2.110	9.869
Omsætningshastighed (antal gange)	0,02	0,09	0,10	0,20	0,07
Investorers formue (t.DKK)	42.979	61.873	212.219	256.709	350.825

## Global Indeks – Akkumulerende KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	2	2
I alt renteindtægter	2	2

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	5	9
I alt renteudgifter	5	9

Note 3: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	28	48
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	5.063	7.329
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	2	0
Øvrige udbytter	25	36
I alt udbytter	5.118	7.413

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	÷225	521
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	11.113	17.252
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	8	0
Terminsforsretninger/futures m.m.	÷3.135	÷12.563
Valutakonti	÷1.287	÷8.287
Øvrige aktiver/passiver	÷3	÷5
Handelsomkostninger	÷59	÷107
I alt kursgevinster og -tab	6.412	÷3.189

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷300	÷194
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	241	87
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷59	÷107

Note 6: Andre indtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Brutto gebyrindtægt ved aktieudlån	2	4
Danske Bank A/S	÷1	÷1
Danske Invest Management A/S	0	0
I alt andre indtægter	2	4

Note 7: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	0	0	6	0
Øvrige omkostninger	0	0	2	0
Managementhonorar	859	0	1.146	0
Fast administrationshonorar	274	0	374	0
I alt opdeltede adm.omk.	1.133	0	1.528	0
I alt adm.omkostninger		1.133		1.528

Note 8: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	526	582
I alt skat	526	582

Note 9: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerens formue primo		256.709		212.219
Emissioner i året		219.218		55.286
Indløsninger i året		÷134.971		÷12.978
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		0		72
Overførsel af periodens resultat		9.869		2.110
I alt investorens formue		350.825		256.709

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,8	97,7
Øvrige finansielle instrumenter	÷0,5	1,7
I alt finansielle instrumenter	99,3	99,4
Øvrige aktiver og passiver	0,7	0,6
I alt	100,0	100,0

### Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi 2016	Markedsværdi 2015
Danske Bank	118	102

Aktieudlån i 1.000 DKK	2016	2015
Kursværdi af udlånte aktier	0	2.896

Sikkerhed for udlånte aktier i form af:	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	0	3.384
I alt sikkerhed	0	3.384

### Underliggende eksponering ved valuta-terminsforsretninger i 1.000 DKK

Valuta	Eksponering 2016
AUD	÷9.117
CAD	÷12.816
CHF	÷10.723
DKK	343.407
EUR	÷38.294
GBP	÷22.642
HKD	÷3.324
ILS	÷185
JPY	÷30.388
NOK	÷1.041
NZD	÷226
SEK	÷3.666
SGD	÷1.698
USD	÷211.268

Danske Bank er modpart ved de afledte finansielle instrumenter.

## Global Indeks – Akkumulerende, klasse DKK h

Andelsklasse under Global Indeks – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Da andelsklassen investerer globalt i aktier, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet.

### Markedet

Udviklingen på aktiemarkederne var negativ i starten af 2016 for derefter at udvikle sig positivt. Aktiemarkedet i USA var et af de bedre. Det steg bl.a. som følge af den fortsat lempelig pengepolitik, som grundet usikkerhed med hensyn til den makroøkonomiske udvikling i starten af året indebar en udskydelse af de forventede forhøjelser af de ledende renter. Det amerikanske præsidentvalg overraskede markedet, idet den republikanske kandidat Donald Trump – overraskende i forhold til meningsmålingerne – vandt valget. Valget af en republikansk præsident og hermed en potentiel ændring af den førte økonomiske politik i USA betød, at de mere cykliske sektorer steg pænt i slutningen af året. En potentiel ændring af den førte økonomiske politik i retning af en mere ekspan-

siv finanspolitik drevet af infrastrukturinvesteringer og en potentiel nedsættelse af selskabsskatterne var positivt for aktiemarkedet. Det europæiske aktiemarked var blandt andet påvirket af Storbritanniens afstemning om fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde. Afstemningsresultat blev et nej til fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, og dette skabte fornyet usikkerhed og negative kursreaktioner. De negative kursreaktioner var relativt kortvarige, og andet halvår af 2016 bød på en vending i aktiemarkedet og positive afkast. Den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en pæn økonomisk vækst og fortsat attraktive finansielle vilkår var understøttende for kursudviklingen. Det japanske aktiemarked fulgte den globale trend over året og sluttede med et afkast, der var lidt bedre end afkastet i Europa, men svagere end afkastet i USA.

Emerging markets steg for første gang i en årrække mere end de mere udviklede markeder. Udviklingen var drevet af den kinesiske vækst, som blev stabiliseret i løbet af året, og transformationen af økonomien i retning mod en mere forbrugsdrevet udvikling. Også andre områder af emerging markets – Latinamerika og Østeuropa – oplevede en stabilisering og vending.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et afkast på 8,16 pct., mens benchmark steg 7,73 pct. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark, og har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en stabilisering af råvarepriserne, fortsat lave renter og god økonomisk vækst.

### Vurdering af resultatet

Der var en tilfredsstillende overensstemmelse mellem andelsklassens afkast og udviklingen i benchmark.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Væksten i verdensøkonomien er fortsat positivt understøttet af en lempelig pengepolitik i såvel de udviklede økonomier som i emerging markets. Vækstniveauet i de udviklede økonomier er præget af diversitet de økonomiske regioner imellem.

### Andelsklassens profil

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: September 2003
Risikoindikator [1-7]: 5
Benchmark: MSCI World incl. nettoudbytter hedget til DKK
Fondskode: DK0016248222
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Landefordeling

USA	58,6%
Japan	8,8%
Storbritannien	5,8%
Schweiz	3,7%
Canada	3,6%
Øvrige inkl. likvide	19,5%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,58
Standardafvigelse	10,22
Tracking error	0,44
Information Ratio	0,28
Sharpe Ratio (benchm.)	0,56
Standardafvigelse (benchm.)	10,36
Active share	14,54

## Global Indeks – Akkumulerende, klasse DKK h

### Andelsklasse under Global Indeks – Akkumulerende KL

Europæisk økonomi er positivt understøttet af den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar, attraktive finansielle vilkår og afdæmpede inflationsforventninger. I USA er den økonomiske vækst pæn og arbejdsmarkedet stramt, og den Amerikanske Centralbank har genoptaget forhøjelserne af de ledende renter. Det er endnu ikke afklaret i detaljer, hvorledes den nyvalgte amerikanske præsident, Donald Trump, vil forvalte sit præsidentembede – herunder evt. ændre den førte økonomiske politik. Usikkerhed med hensyn til den økonomiske udvikling i såvel de udviklede økonomier som emerging markets, tempest i stramningen af pengepolitikken i USA samt mindre tiltro til længden af en fortsat lempelig pengepolitik i Europa og Japan vil kunne give anledning til en negativ stemning på aktiemarkederne.

De afledte effekter på de globale finansielle markeder af en stramning af pengepolitikken i USA og dermed en stigning i de ledende renter i takt med pæn økonomisk vækst har blandt andet medført, at renten på 10-årige statsobligationer er steget. Dette indikerer således et paradigmeskift efter en lang periode med rentefald. En intensivering i rentestigningerne blandt andet er drevet af ændringen i den førte økonomiske politik kan give usikkerhed på aktiemarkederne.

Udviklingen på råvaremarkederne – og i særdeleshed i olieprisen – samt valutabevægelser kan få såvel positive som negative afledte effekter på aktiemarkederne.

Endelig vil en række betydende folkeafstemninger i Europa, Storbritanniens forventede aktivering af artikel 50 i starten af 2017 og nyheder i relation til de politiske forhandlinger kunne påvirke aktiemarkederne negativt.

### Forventninger til markedet samt strategi

Væksten i den globale økonomi er positiv drevet af en solid økonomisk udvikling i de udviklede økonomier samtidigt med, at den økonomiske vækst i emerging markets er stabiliseret. Der er fortsat stor variation i vækstudviklingen imellem de forskellige økonomiske regioner. I USA forventes en stærk vækst at resultere i en stramning af pengepolitikken i 2017. Kombineret med en relativ høj prisfastsættelse kan det lægge en dæmper på udviklingen på aktiemarkedet. I Europa vil vi fortsat opleve meget lempelige finansielle vilkår. Dette vil understøtte investerings- og forbrugslysten, samtidigt med at en fortsat svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar vil være understøttende for den økonomiske vækst og dermed skabe et fornuftigt indtjeningspotentiale kombineret med en attraktiv prisfastsættelse. I 2017 forventer vi en moderat positiv udvikling på aktiemarkederne, men også markeder der vil være præget af både stigende og faldende risikoappetit drevet af økonomiske og politiske nyheder globalt.

Andelsklassen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger udviklingen i det valgte benchmark. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et afkast, der er lidt lavere end udviklingen i det valgte benchmark, idet omkostningerne trækkes fra i afkastet.

## Global Indeks – Akkumulerende, klasse DKK h

Andelsklasse under Global Indeks – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	13,41	28,81	9,29	1,15	8,16
Benchmarkafkast (pct.)	14,32	27,75	9,29	1,20	7,73
Sharpe Ratio	0,35	0,95	1,85	1,17	0,58
Indre værdi (DKK pr. andel)	139,63	179,85	196,57	198,83	215,06
Nettoresultat (t.DKK)	5,238	12,364	10,914	2,110	9,869
Administrationsomkostninger (pct.)	0,66	0,87	0,62	0,61	0,62
ÅOP	0,92	1,14	0,88	0,70	0,67
Investorers formue (t.DKK)	42.979	61.873	212.219	256.709	350.825
Antal andele	307.806	344.023	1.079.622	1.291.081	1.631.287
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

<b>KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK</b>	<b>1.1.-31.12.2016</b>	<b>1.1.-31.12.2015</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen	11.002	3.633
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	1.133	1.522
<b>Klassens resultat</b>	<b>9.869</b>	<b>2.110</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorers formue primo	256.709	212.219
Emissioner i året	219.218	55.286
Indløsninger i året	÷ 134.971	÷ 12.978
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	0	72
Overførsel af periodens resultat	9.869	2.110
<b>Investorers formue ultimo</b>	<b>350.825</b>	<b>256.709</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	1.291.081	1.079.622
Emissioner i året	1.064.805	274.459
Indløsninger i året	÷ 724.599	÷ 63.000
<b>Andele ultimo året</b>	<b>1.631.287</b>	<b>1.291.081</b>

## Global Plus KL

Investerer globalt i aktier udvalgt ud fra specifikke forventninger til den enkelte akties afkast. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Da afdelingen investerer globalt i aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

Udviklingen på aktiemarkederne var negativ i starten af 2016 for derefter at udvikle sig positivt. Aktiemarkedet i USA var et af de bedre. Det steg bl.a. som følge af den fortsat lempelige pengepolitik, som grundet usikkerhed med hensyn til den

makroøkonomiske udvikling i starten af året indebar en udskydelse af de forventede forhøjelser af de ledende renter. Det amerikanske præsidentvalg overraskede markedet, idet den republikanske kandidat Donald Trump – overraskende i forhold til meningsmålingerne – vandt valget. Valget af en republikansk præsident og hermed en potentiel ændring af den førte økonomiske politik i USA betød, at de mere cykliske sektorer steg pænt i slutningen af året. En potentiel ændring af den førte økonomiske politik i retning af en mere ekspansiv finanspolitik drevet af infrastrukturinvesteringer og en potentiel nedsættelse af selskabsskatterne var positivt for aktiemarkedet. Det europæiske aktiemarked var blandt andet påvirket af Storbritanniens afstemning om fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde. Afstemningsresultat blev et nej til fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, og dette skabte fornyet usikkerhed og negative kursreaktioner. De negative kursreaktioner var relativt kortvarige, og andet halvår af 2016 bød på en vending i aktiemarkedet og positive afkast. Den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en pæn økonomisk vækst og fortsat attraktive finansielle vilkår var understøttende for kursudviklingen. Det japanske aktiemarked fulgte den globale trend over året og sluttede med et afkast, der var lidt bedre end afkastet i Europa, men svagere end afkastet i USA.

Emerging markets steg for første gang i en årrække mere end de mere udviklede markeder. Udviklingen var drevet af den kinesiske vækst, som blev stabiliseret i løbet af året, og transformationen af økonomien i retning mod en mere forbrugsdrevet udvikling. Også andre områder af emerging markets – Latinamerika og Østeuropa – oplevede en stabilisering og vending.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 7,79 pct., mens benchmark steg 10,69 pct. Afdelingens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en stabilisering af råvarepriserne, fortsat lave renter og god økonomisk vækst.

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: September 2000

Risikoindikator (1-7): 5

Benchmark: MSCI AC World inkl. nettoudbytter

Fondskode: DK0010270503

Porteføljerrådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Landefordeling

USA	46,4%
Schweiz	8,2%
Storbritannien	7,8%
Irland	5,0%
Japan	4,7%
Øvrige inkl. likvide	27,9%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,93
Standardafvigelse	11,87
Tracking error	3,75
Information Ratio	-0,27
Sharpe Ratio (benchm.)	1,02
Standardafvigelse (benchm.)	11,62
Active share	93,00

## Global Plus KL

### Vurdering af resultatet

Sektorfordelingen bidrog samlet set negativt til afdelingens relative afkast. Afdelingens begrænsede investeringer indenfor energisektoren og betydelige investeringer indenfor sundhedssektoren bidrog mest. Modsat bidrog afdelingens betydelige investeringer indenfor finanssektoren samt begrænsede investeringer indenfor telekommunikationssektoren positivt.

Aktieudvælgelsen bidrog overordnet positivt til afdelingens relative afkast. De største positive bidrag til merafkastet kan henføres til afdelingens investeringer i det amerikanske sundhedsforsikringselskab UnitedHealth, den amerikanske storbank JPMorgan Chase & Co., det amerikanske energiselskab ConocoPhillips samt det amerikanske industriselskab Johnson Controls. Modsat var afdelingens investeringer i den danske medicinalvirksomhed Novo Nordisk og den amerikanske juvelerforretning Signet Jewelers de største negative bidragsydere.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Væksten i verdensøkonomien er fortsat positivt understøttet af en lempelig pengepolitik i såvel de udviklede økonomier som i emerging markets. Vækstniveauet i de udviklede økonomier er præget af diversitet de økonomiske regioner imellem. Europæisk økonomi er positivt understøttet af den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar, attraktive finansielle vilkår og afdæmpede inflationsforventninger. I USA er den økonomiske vækst pæn og arbejdsmarkedet stramt, og den Amerikanske Centralbank har genoptaget forhøjelserne af de ledende renter. Det er endnu ikke afklaret i detaljer, hvorledes den nyvalgte amerikanske præsident, Donald Trump, vil forvalte sit præsidentembede – herunder evt. ændre den førte økonomiske politik. Usikkerhed med hensyn til den økonomiske udvikling i såvel de udviklede økonomier som emerging markets, tempoet i stramningen af pengepolitikken i USA samt mindre tiltro til længden af en fortsat lempelig pengepolitik i Europa og Japan vil kunne give anledning til en negativ stemning på aktiemarkederne.

De afledte effekter på de globale finansielle markeder af en stramning af pengepolitikken i USA og dermed en stigning i de ledende renter i takt med pæn økonomisk vækst har blandt andet medført, at renten på 10-årige statsobligationer er steget. Dette indikerer således et paradigmeskift efter en

lang periode med rentefald. En intensivering i rentestigningerne blandt andet er drevet af ændringen i den førte økonomiske politik kan give usikkerhed på aktiemarkederne.

Udviklingen på råvaremarkederne – og i særdeleshed i olieprisen – samt valutabevægelser kan få såvel positive som negative afledte effekter på aktiemarkederne.

Endelig vil en række betydende folkeafstemninger i Europa, Storbritanniens forventede aktivering af artikel 50 i starten af 2017 og nyheder i relation til de politiske forhandlinger kunne påvirke aktiemarkederne negativt.

### Forventninger til markedet samt strategi

Væksten i den globale økonomi er positiv drevet af en solid økonomisk udvikling i de udviklede økonomier samtidigt med, at den økonomiske vækst i emerging markets er stabiliseret. Der er fortsat stor variation i vækstudviklingen imellem de forskellige økonomiske regioner. I USA forventes en stærk vækst at resultere i en stramning af pengepolitikken i 2017. Kombineret med en relativ høj prisfastsættelse kan det lægge en dæmper på udviklingen på aktiemarkedet. I Europa vil vi fortsat opleve meget lempelige finansielle vilkår. Dette vil understøtte investerings- og forbrugslysten, samtidigt med at en fortsat svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar vil være understøttende for den økonomiske vækst og dermed skabe et fornuftigt indtjeningspotentiale kombineret med en attraktiv prisfastsættelse. I 2017 forventer vi en moderat positiv udvikling på aktiemarkederne, men også markeder der vil være præget af både stigende og faldende risikoappetit drevet af økonomiske og politiske nyheder globalt.

Vi fastholder som udgangspunkt afdelingens nuværende balance med betydelige investeringer i sektorerne sundhed og stabilt forbrug, mens vi indtil videre har en undervægt indenfor sektorerne telekommunikation, energi og materialer. Endvidere har vi fravalgt investeringer i forsyningssektoren.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Global Plus KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015	31.12.2016	31.12.2015	
	1.000 DKK	1.000 DKK	1.000 DKK	1.000 DKK	
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	5	4	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	7	4	Indestående i depotselskab		
3 Udbytter	2.944	2.416	1.844	3.612	
I alt renter og udbytter	2.941	2.415	I alt likvide midler	1.844	3.612
<b>4 Kursgevinster og -tab:</b>			<b>Kapitalandele:</b>		
Kapitalandele	7.779	10.853	Not. aktier fra DK selskaber		
Valutakonti	151	141	3.854	3.203	
Øvrige aktiver/passiver	÷9	5	Not. aktier fra udl. selskaber		
5 Handelsomkostninger	÷90	÷110	115.726	107.217	
I alt kursgevinster og -tab	7.831	10.889	I alt kapitalandele	119.579	110.420
<b>I alt indtægter</b>			<b>Andre aktiver:</b>		
	10.772	13.304	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.		
6 Administrationsomkostninger	1.817	1.861	38	61	
<b>Resultat før skat</b>	8.955	11.444	Akteuelle skatteaktiver		
			109	204	
7 Skat	253	220	I alt andre aktiver	147	265
<b>Årets nettoresultat</b>	8.702	11.224	<b>Aktiver i alt</b>		
			121.570	114.297	
<b>Resultatdisponering</b>			<b>Passiver</b>		
Overført til udlodning næste år	÷136.245	÷141.938	9 Investorerens formue		
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	÷136.245	÷141.938	121.537	114.288	
Overført til formuen	144.947	153.161	<b>Anden gæld:</b>		
<b>I alt disponeret</b>	8.702	11.224	Skyldige omkostninger		
			33	9	
			I alt anden gæld	33	9
			<b>Passiver i alt</b>		
			121.570	114.297	

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	14,87	15,59	15,88	11,30	7,79
Benchmarkafkast (pct.)	14,79	17,49	18,39	9,00	10,69
Sharpe Ratio	0,93	0,83	1,96	1,22	0,93
Indre værdi (DKK pr. andel)	10,36	11,97	13,87	15,44	16,64
Nettoresultat (t.DKK)	12.168	10.246	12.543	11.224	8.702
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,63	1,65	1,60	1,62	1,64
ÅOP	1,93	2,00	1,95	1,82	1,80
Omsætningshastighed (antal gange)	0,12	0,22	0,26	0,26	0,22
Investorerens formue (t.DKK)	70.536	71.715	99.886	114.288	121.537
Antal andele	6.811.000	5.990.936	7.200.865	7.402.365	7.302.641
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100



## Global Plus KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	5	4
I alt renteindtægter	5	4

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	7	4
I alt renteudgifter	7	4

Note 3: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	90	46
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	2.854	2.369
I alt udbytter	2.944	2.416

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	÷1.210	1.305
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	8.989	9.548
Valutakonti	151	141
Øvrige aktiver/passiver	÷9	5
Handelsomkostninger	÷90	÷110
I alt kursgevinster og -tab	7.831	10.889

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷96	÷120
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	6	10
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷90	÷110

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015		
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	1	0
Managementhonorar	1.662	0	1.698	0
Fast administrationshonorar	155	0	161	0
I alt opdelte adm.omk.	1.817	0	1.861	0
I alt adm.omkostninger		1.817		1.861

Note 7: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	253	220
I alt skat	253	220

Note 8: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK	2016	2015
Renter og udbytter	2.941	2.415
Ikke refunderbar udbytteskat	÷253	÷220
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	79	61
Kursgevinst til udlodning	1.022	6.781
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter; udbytter og kursgevinster	1.904	÷4.046
Udlodning overført fra sidste år	÷141.938	÷146.929
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	÷136.245	÷141.938
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	1.817	1.861
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	11	÷14
I alt til rådighed for udlodning, brutto	÷138.052	÷143.812
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	÷1.807	÷1.875
I alt til rådighed for udlodning, netto	÷136.245	÷141.938

Note 9: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo	7.402.365	114.288	7.200.865	99.886
Emissioner i året	60.276	933	271.500	4.274
Indløsninger i året	÷160.000	÷2.390	÷70.000	÷1.101
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		3		5
Overførsel af periodens resultat		144.947		153.161
Overført til udlodning næste år		÷136.245		÷141.938
I alt investorernes formue	7.302.641	121.537	7.402.365	114.288

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,4	96,6
I alt finansielle instrumenter	98,4	96,6
Øvrige aktiver og passiver	1,6	3,4
I alt	100,0	100,0

## Global StockPicking KL

Investerer globalt i aktier udvalgt ud fra specifikke forventninger til den enkelte akties afkast. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Da afdelingen investerer globalt i aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

Udviklingen på aktiemarkederne var negativ i starten af 2016 for derefter at udvikle sig positivt. Aktiemarkedet i USA var et af de bedre. Det steg bl.a. som følge af den fortsat lempelige pengepolitik, som grundet usikkerhed med hensyn til den

makroøkonomiske udvikling i starten af året indebar en udskydelse af de forventede forhøjelser af de ledende renter. Det amerikanske præsidentvalg overraskede markedet, idet den republikanske kandidat Donald Trump – overraskende i forhold til meningsmålingerne – vandt valget. Valget af en republikansk præsident og hermed en potentiel ændring af den førte økonomiske politik i USA betød, at de mere cykliske sektorer steg pænt i slutningen af året. En potentiel ændring af den førte økonomiske politik i retning af en mere ekspansiv finanspolitik drevet af infrastrukturinvesteringer og en potentiel nedsættelse af selskabsskatterne var positivt for aktiemarkedet. Det europæiske aktiemarked var blandt andet påvirket af Storbritanniens afstemning om fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde. Afstemningsresultat blev et nej til fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, og dette skabte fornyet usikkerhed og negative kursreaktioner. De negative kursreaktioner var relativt kortvarige, og andet halvår af 2016 bød på en vending i aktiemarkedet og positive afkast. Den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en pæn økonomisk vækst og fortsat attraktive finansielle vilkår var understøttende for kursudviklingen. Det japanske aktiemarked fulgte den globale trend over året og sluttede med et afkast, der var lidt bedre end afkastet i Europa, men svagere end afkastet i USA.

Emerging markets steg for første gang i en årrække mere end de mere udviklede markeder. Udviklingen var drevet af den kinesiske vækst, som blev stabiliseret i løbet af året, og transformationen af økonomien i retning mod en mere forbrugsdrevet udvikling. Også andre områder af emerging markets – Latinamerika og Østeuropa – oplevede en stabilisering og vending.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 7,85 pct., mens benchmark steg 10,69 pct. Afdelingens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en stabilisering af råvarepriserne, fortsat lave renter og god økonomisk vækst.

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Maj 2000

Risikoindikator (1-7): 5

Benchmark: MSCI AC World inkl. nettoudbytter

Fondskode: DK0010264530

Porteføljerrådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Landefordeling

USA	46,1%
Schweiz	8,1%
Storbritannien	7,7%
Irland	4,9%
Japan	4,7%
Øvrige inkl. likvide	28,5%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,93
Standardafvigelse	11,82
Tracking error	3,71
Information Ratio	-0,26
Sharpe Ratio (benchm.)	1,02
Standardafvigelse (benchm.)	11,62
Active share	92,99

## Global StockPicking KL

### Vurdering af resultatet

Sektorfordelingen bidrog samlet set negativt til afdelingens relative afkast. Afdelingens begrænsede investeringer indenfor energisektoren og betydelige investeringer indenfor sundhedssektoren bidrog mest. Modsat bidrog afdelingens betydelige investeringer indenfor finanssektoren samt begrænsede investeringer indenfor telekommunikationssektoren positivt.

Aktieudvælgelsen bidrog overordnet positivt til afdelingens relative afkast. De største positive bidrag til merafkastet kan henføres til afdelingens investeringer i det amerikanske sundhedsforsikringselskab UnitedHealth, den amerikanske storbank JPMorgan Chase & Co., det amerikanske energiselskab ConocoPhillips samt det amerikanske industriselskab Johnson Controls. Modsat var afdelingens investeringer i den danske medicinalvirksomhed Novo Nordisk og den amerikanske juvelerforretning Signet Jewelers de største negative bidragsydere.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Væksten i verdensøkonomien er fortsat positivt understøttet af en lempelig pengepolitik i såvel de udviklede økonomier som i emerging markets. Vækstniveauet i de udviklede økonomier er præget af diversitet de økonomiske regioner imellem. Europæisk økonomi er positivt understøttet af den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar, attraktive finansielle vilkår og afdæmpede inflationsforventninger. I USA er den økonomiske vækst pæn og arbejdsmarkedet stramt, og den Amerikanske Centralbank har genoptaget forhøjelserne af de ledende renter. Det er endnu ikke afklaret i detaljer, hvorledes den nyvalgte amerikanske præsident, Donald Trump, vil forvalte sit præsidentembede – herunder evt. ændre den førte økonomiske politik. Usikkerhed med hensyn til den økonomiske udvikling i såvel de udviklede økonomier som emerging markets, tempoet i stramningen af pengepolitikken i USA samt mindre tiltro til længden af en fortsat lempelig pengepolitik i Europa og Japan vil kunne give anledning til en negativ stemning på aktiemarkederne.

De afledte effekter på de globale finansielle markeder af en stramning af pengepolitikken i USA og dermed en stigning i de ledende renter i takt med pæn økonomisk vækst har blandt andet medført, at renten på 10-årige statsobligationer er steget. Dette indikerer således et paradigmeskift efter en lang periode med rentefald. En intensivering i rentestigningerne blandt andet er drevet af ændringen i den førte økonomiske politik kan give usikkerhed på aktiemarkederne.

Udviklingen på råvaremarkederne – og i særdeleshed i olieprisen – samt valutabevægelser kan få såvel positive som negative afledte effekter på aktiemarkederne.

Endelig vil en række betydende folkeafstemninger i Europa, Storbritanniens forventede aktivering af artikel 50 i starten af 2017 og nyheder i relation til de politiske forhandlinger kunne påvirke aktiemarkederne negativt.

Afdelingen har betydelige investeringer indenfor sektorerne sundhed og stabilt forbrug. Afkastet på aktier i disse sektorer kan bl.a. være følsomme over for udviklingen i det offentlige forbrug samt det private forbrug.

### Forventninger til markedet samt strategi

Væksten i den globale økonomi er positiv drevet af en solid økonomisk udvikling i de udviklede økonomier samtidigt med, at den økonomiske vækst i emerging markets er stabiliseret. Der er fortsat stor variation i vækstudviklingen imellem de forskellige økonomiske regioner: I USA forventes en stærk vækst at resultere i en stramning af pengepolitikken i 2017. Kombineret med en relativ høj prisfastsættelse kan det lægge en dæmper på udviklingen på aktiemarkedet. I Europa vil vi fortsat opleve meget lempelige finansielle vilkår. Dette vil understøtte investerings- og forbrugslysten, samtidigt med at en fortsat svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar vil være understøttende for den økonomiske vækst og dermed skabe et fornuftigt indtjeningspotentiale kombineret med en attraktiv prisfastsættelse. I 2017 forventer vi en moderat positiv udvikling på aktiemarkederne, men også markeder der vil være præget af både stigende og faldende risikoappetit drevet af økonomiske og politiske nyheder globalt.

Vi fastholder som udgangspunkt afdelingens nuværende balance med betydelige investeringer i sektorerne sundhed og stabilt forbrug, mens vi indtil videre har en undervægt indenfor sektorerne telekommunikation, energi og materialer. Endvidere har vi fravalgt investeringer i forsyningssektoren.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Global StockPicking KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	89	43	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	189	313	Indestående i depotselskab	51.547	106.218
3 Udbytter	56.903	59.811	<b>I alt likvide midler</b>	<b>51.547</b>	<b>106.218</b>
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>56.803</b>	<b>59.542</b>	<b>Kapitalandele:</b>		
4 <b>Kursgevinster og -tab:</b>			Not. aktier fra DK selskaber	69.677	66.414
Kapitalandele	130.698	385.634	Not. aktier fra udl. selskaber	2.101.281	2.229.240
Valutakonti	4.352	13.094	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>2.170.958</b>	<b>2.295.655</b>
Øvrige aktiver/passiver	÷218	103	<b>Andre aktiver:</b>		
5 Handelsomkostninger	÷1.253	÷1.410	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	689	1.257
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>133.579</b>	<b>397.421</b>	Andre tilgodehavender	13	14
<b>I alt indtægter</b>	<b>190.382</b>	<b>456.963</b>	Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	1.023
6 Administrationsomkostninger	33.766	44.423	Aktuelle skatteaktiver	2.499	4.637
<b>Resultat før skat</b>	<b>156.616</b>	<b>412.540</b>	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>3.201</b>	<b>6.931</b>
7 Skat	4.902	5.305	<b>Aktiver i alt</b>	<b>2.225.706</b>	<b>2.408.803</b>
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>151.714</b>	<b>407.235</b>	<b>Passiver</b>		
<b>Resultatdisponering</b>			9 Investorers formue	2.225.114	2.408.609
Foreslået udlodning	101.736	286.953	<b>Anden gæld:</b>		
Overført til udlodning næste år	1.697	1.032	Skyldige omkostninger	592	194
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	103.433	287.985	<b>I alt anden gæld</b>	<b>592</b>	<b>194</b>
Overført til formuen	48.281	119.250	<b>Passiver i alt</b>	<b>2.225.706</b>	<b>2.408.803</b>
<b>I alt disponeret</b>	<b>151.714</b>	<b>407.235</b>			

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	13,95	15,50	15,75	11,51	7,85
Benchmarkafkast (pct.)	14,79	17,49	18,39	9,00	10,69
Sharpe Ratio	0,79	0,76	1,92	1,22	0,93
Indre værdi (DKK pr. andel)	70,25	78,69	91,08	101,56	96,23
Nettoresultat (t.DKK)	170.846	247.478	362.568	407.235	151.714
Udbytte (DKK pr. andel)	2,25	0,00	0,00	12,10	4,40
Administrationsomkostninger (pct.)	1,58	1,60	1,60	1,59	1,59
ÅOP	1,87	1,93	1,94	1,72	1,73
Omsætningshastighed (antal gange)	0,10	0,22	0,23	0,22	0,15
Investorerers formue (t.DKK)	1.562.841	2.162.751	2.867.105	2.408.609	2.225.114
Antal andele	22.246.973	27.484.745	31.477.760	23.715.116	23.121.787
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

## Global StockPicking KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	89	43
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>89</b>	<b>43</b>

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	189	313
<b>I alt renteudgifter</b>	<b>189</b>	<b>313</b>

Note 3: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	1.829	1.220
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	55.073	58.592
<b>I alt udbytter</b>	<b>56.903</b>	<b>59.811</b>

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	÷22.130	36.711
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	152.829	348.923
Valutakonti	4.352	13.094
Øvrige aktiver/passiver	÷218	103
Handelsomkostninger	÷1.253	÷1.410
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>133.579</b>	<b>397.421</b>

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷1.987	÷3.339
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	734	1.929
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>÷1.253</b>	<b>÷1.410</b>

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	0	0	49	0
Øvrige omkostninger	1	0	11	0
Managementhonorar	30.792	0	40.457	0
Fast administrationshonorar	2.973	0	3.906	0
I alt opdelte adm.omk.	33.766	0	44.423	0
<b>I alt adm.omkostninger</b>		<b>33.766</b>		<b>44.423</b>

Note 7: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	4.902	5.305
<b>I alt skat</b>	<b>4.902</b>	<b>5.305</b>

Note 8: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK	2016	2015
Renter og udbytter	56.803	59.542
Ikke refunderbar udbytteskat	÷4.902	÷5.305
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	1.779	69
Kursgevinst til udlodning	84.812	507.006
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	÷2.754	8.496
Udlodning overført fra sidste år	1.032	÷242.893
<b>Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger</b>	<b>136.769</b>	<b>326.915</b>
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	33.766	44.423
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	430	5.493
<b>I alt til rådighed for udlodning netto</b>	<b>103.433</b>	<b>287.985</b>

Note 9: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo	23.715.116	2.408.609	31.477.760	2.867.105
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷286.953		0
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		6.044		0
Emissioner i året	2.892.476	249.039	3.870.231	399.342
Indløsninger i året	÷3.485.805	÷303.652	÷11.632.875	÷1.267.282
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		313		2.209
Foreslået udlodning		101.736		286.953
Overførsel af periodens resultat		48.281		119.250
Overført til udlodning næste år		1.697		1.032
<b>I alt investorenes formue</b>	<b>23.121.787</b>	<b>2.225.114</b>	<b>23.715.116</b>	<b>2.408.609</b>

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,6	95,3
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>97,6</b>	<b>95,3</b>
Øvrige aktiver og passiver	2,4	4,7
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

## Global StockPicking 2 KL

Investerer globalt i aktier udvalgt ud fra specifikke forventninger til den enkelte akties afkast. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Da afdelingen investerer globalt i aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

Udviklingen på aktiemarkederne var negativ i starten af 2016 for derefter at udvikle sig positivt. Aktiemarkedet i USA var et af de bedre. Det steg bl.a. som følge af den fortsat lempelige pengepolitik, som grundet usikkerhed med hensyn til den

makroøkonomiske udvikling i starten af året indebar en udskydelse af de forventede forhøjelser af de ledende renter. Det amerikanske præsidentvalg overraskede markedet, idet den republikanske kandidat Donald Trump – overraskende i forhold til meningsmålingerne – vandt valget. Valget af en republikansk præsident og hermed en potentiel ændring af den førte økonomiske politik i USA betød, at de mere cykliske sektorer steg pænt i slutningen af året. En potentiel ændring af den førte økonomiske politik i retning af en mere ekspansiv finanspolitik drevet af infrastrukturinvesteringer og en potentiel nedsættelse af selskabsskatterne var positivt for aktiemarkedet. Det europæiske aktiemarked var blandt andet påvirket af Storbritanniens afstemning om fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde. Afstemningsresultat blev et nej til fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, og dette skabte fornyet usikkerhed og negative kursreaktioner. De negative kursreaktioner var relativt kortvarige, og andet halvår af 2016 bød på en vending i aktiemarkedet og positive afkast. Den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en pæn økonomisk vækst og fortsat attraktive finansielle vilkår var understøttende for kursudviklingen. Det japanske aktiemarked fulgte den globale trend over året og sluttede med et afkast, der var lidt bedre end afkastet i Europa, men svagere end afkastet i USA.

Emerging markets steg for første gang i en årrække mere end de mere udviklede markeder. Udviklingen var drevet af den kinesiske vækst, som blev stabiliseret i løbet af året, og transformationen af økonomien i retning mod en mere forbrugsdrevet udvikling. Også andre områder af emerging markets – Latinamerika og Østeuropa – oplevede en stabilisering og vending.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 7,92 pct., mens benchmark steg 10,69 pct. Afdelingens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en stabilisering af råvarepriserne, fortsat lave renter og god økonomisk vækst.

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Marts 1986

Risikoindikator (1-7): 5

Benchmark: MSCI AC World inkl. nettoudbytter

Fondskode: DK0010253095

Porteføljerrådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Landefordeling

USA	46,3%
Schweiz	8,1%
Storbritannien	7,8%
Irland	4,9%
Japan	4,7%
Øvrige inkl. likvide	28,2%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,92
Standardafvigelse	11,96
Tracking error	3,68
Information Ratio	-0,25
Sharpe Ratio (benchm.)	1,02
Standardafvigelse (benchm.)	11,62
Active share	93,00

## Global StockPicking 2 KL

### Vurdering af resultatet

Sektorfordelingen bidrog samlet set negativt til afdelingens relative afkast. Afdelingens begrænsede investeringer indenfor energisektoren og betydelige investeringer indenfor sundhedssektoren bidrog mest. Modsat bidrog afdelingens betydelige investeringer indenfor finanssektoren samt begrænsede investeringer indenfor telekommunikationssektoren positivt.

Aktieudvælgelsen bidrog overordnet positivt til afdelingens relative afkast. De største positive bidrag til merafkastet kan henføres til afdelingens investeringer i det amerikanske sundhedsforsikringselskab UnitedHealth, den amerikanske storbank JPMorgan Chase & Co., det amerikanske energiselskab ConocoPhillips samt det amerikanske industriselskab Johnson Controls. Modsat var afdelingens investeringer i den danske medicinalvirksomhed Novo Nordisk og den amerikanske juvelerforretning Signet Jewelers de største negative bidragydere.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Væksten i verdensøkonomien er fortsat positivt understøttet af en lempelig pengepolitik i såvel de udviklede økonomier som i emerging markets. Vækstniveauet i de udviklede økonomier er præget af diversitet de økonomiske regioner imellem. Europæisk økonomi er positivt understøttet af den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar, attraktive finansielle vilkår og afdæmpede inflationsforventninger. I USA er den økonomiske vækst pæn og arbejdsmarkedet stramt, og den Amerikanske Centralbank har genoptaget forhøjelserne af de ledende renter. Det er endnu ikke afklaret i detaljer, hvorledes den nyvalgte amerikanske præsident, Donald Trump, vil forvalte sit præsidentembede – herunder evt. ændre den førte økonomiske politik. Usikkerhed med hensyn til den økonomiske udvikling i såvel de udviklede økonomier som emerging markets, tempoet i stramningen af pengepolitikken i USA samt mindre tiltro til længden af en fortsat lempelig pengepolitik i Europa og Japan vil kunne give anledning til en negativ stemning på aktiemarkederne.

De afledte effekter på de globale finansielle markeder af en stramning af pengepolitikken i USA og dermed en stigning i de ledende renter i takt med pæn økonomisk vækst har blandt andet medført, at renten på 10-årige statsobligationer er steget. Dette indikerer således et paradigmeskift efter en lang periode med rentefald. En intensivering i rentestigningerne blandt andet er drevet af ændringen i den førte økonomiske politik kan give usikkerhed på aktiemarkederne.

Udviklingen på råvaremarkederne – og i særdeleshed i olieprisen – samt valutabevægelser kan få såvel positive som negative afledte effekter på aktiemarkederne.

Endelig vil en række betydende folkeafstemninger i Europa, Storbritanniens forventede aktivering af artikel 50 i starten af 2017 og nyheder i relation til de politiske forhandlinger kunne påvirke aktiemarkederne negativt.

Afdelingen har betydelige investeringer indenfor sektorerne sundhed og stabilt forbrug. Afkastet på aktier i disse sektorer kan bl.a. være følsomme over for udviklingen i det offentlige forbrug samt det private forbrug.

### Forventninger til markedet samt strategi

Væksten i den globale økonomi er positiv drevet af en solid økonomisk udvikling i de udviklede økonomier samtidigt med, at den økonomiske vækst i emerging markets er stabiliseret. Der er fortsat stor variation i vækstudviklingen imellem de forskellige økonomiske regioner. I USA forventes en stærk vækst at resultere i en stramning af pengepolitikken i 2017. Kombineret med en relativ høj prisfastsættelse kan det lægge en dæmper på udviklingen på aktiemarkedet. I Europa vil vi fortsat opleve meget lempelige finansielle vilkår. Dette vil understøtte investerings- og forbrugslysten, samtidigt med at en fortsat svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar vil være understøttende for den økonomiske vækst og dermed skabe et fornuftigt indtjeningspotentiale kombineret med en attraktiv prisfastsættelse. I 2017 forventer vi en moderat positiv udvikling på aktiemarkederne, men også markeder der vil være præget af både stigende og faldende risikoappetit drevet af økonomiske og politiske nyheder globalt.

Vi fastholder som udgangspunkt afdelingens nuværende balance med betydelige investeringer i sektorerne sundhed og stabilt forbrug, mens vi indtil videre har en undervægt indenfor sektorerne telekommunikation, energi og materialer. Endvidere har vi fravalgt investeringer i forsyningssektoren.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Global StockPicking 2 KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	59	17	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	34	14	Indestående i depotselskab	15.316	30.060
3 Udbytter	21.297	19.082	<b>I alt likvide midler</b>	<b>15.316</b>	<b>30.060</b>
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>21.322</b>	<b>19.085</b>	<b>Kapitalandele:</b>		
4 <b>Kursgevinster og -tab:</b>			Not. aktier fra DK selskaber	26.678	23.668
Kapitalandele	53.717	89.560	Not. aktier fra udl. selskaber	805.393	792.925
Valutakonti	843	1.988	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>832.072</b>	<b>816.593</b>
Øvrige aktiver/passiver	÷118	74	<b>Andre aktiver:</b>		
5 Handelsomkostninger	÷575	÷776	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	264	456
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>53.868</b>	<b>90.846</b>	Aktuelle skatteaktiver	919	2.005
<b>I alt indtægter</b>	<b>75.190</b>	<b>109.932</b>	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>1.183</b>	<b>2.461</b>
6 Administrationsomkostninger	12.692	14.210	<b>Aktiver i alt</b>	<b>848.570</b>	<b>849.114</b>
<b>Resultat før skat</b>	<b>62.498</b>	<b>95.722</b>	<b>Passiver</b>		
7 Skat	1.818	1.377	9 <b>Investorerers formue</b>	<b>848.345</b>	<b>849.021</b>
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>60.680</b>	<b>94.345</b>	<b>Anden gæld:</b>		
<b>Resultatdisponering</b>			Skyldige omkostninger	225	68
Foreslået udlodning	22.332	0	Ikke hævet udl. fra tidl. år	0	24
Overført til udlodning næste år	292	÷17.114	<b>I alt anden gæld</b>	<b>225</b>	<b>92</b>
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	22.624	÷17.114	<b>Passiver i alt</b>	<b>848.570</b>	<b>849.114</b>
Overført til formuen	38.056	111.459			
<b>I alt disponeret</b>	<b>60.680</b>	<b>94.345</b>			

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	14,13	15,55	15,97	11,30	7,92
Benchmarkafkast (pct.)	14,79	17,49	18,39	9,00	10,69
Sharpe Ratio	0,94	0,76	1,92	1,21	0,92
Indre værdi (DKK pr. andel)	103,37	117,27	135,99	151,36	163,35
Nettoresultat (t.DKK)	112.224	119.346	116.078	94.345	60.680
Udbytte (DKK pr. andel)	2,00	0,00	0,00	0,00	4,30
Administrationsomkostninger (pct.)	1,60	1,62	1,60	1,60	1,59
ÅOP	1,91	1,97	1,94	1,76	1,74
Omsætningshastighed (antal gange)	0,14	0,25	0,26	0,27	0,23
Investorerers formue (t.DKK)	827.432	798.600	818.785	849.021	848.345
Antal andele	8.004.897	6.810.151	6.020.795	5.609.289	5.193.510
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100



## Global StockPicking 2 KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	35	17
Andre renteindtægter	24	0
I alt renteindtægter	59	17

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	34	14
I alt renteudgifter	34	14

Note 3: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	656	376
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	20.641	18.706
I alt udbytter	21.297	19.082

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	÷8.729	10.559
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	62.447	79.001
Valutakonti	843	1.988
Øvrige aktiver/passiver	÷118	74
Handelsomkostninger	÷575	÷776
I alt kursgevinster og -tab	53.868	90.846

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷666	÷882
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	91	106
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷575	÷776

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	0	0	38	0
Øvrige omkostninger	0	0	6	0
Managementhonorar	11.574	0	12.918	0
Fast administrationshonorar	1.117	0	1.247	0
I alt opdeltede adm.omk.	12.692	0	14.210	0
I alt adm.omkostninger		12.692		14.210

Note 7: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	1.818	1.377
I alt skat	1.818	1.377

Note 8: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK	2016	2015
Renter og udbytter	21.322	19.085
Ikke refunderbar udbytteskat	÷1.818	÷1.377
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	881	596
Kursgevinst til udlodning	31.701	89.622
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	÷125	5.240
Udlodning overført fra sidste år	÷17.114	÷130.280
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	34.847	÷17.114
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	12.692	14.210
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	469	461
I alt til rådighed for udlodning, brutto	22.624	÷30.863
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	0	÷13.749
I alt til rådighed for udlodning, netto	22.624	÷17.114

Note 9: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerens formue primo	5.609.289	849.021	6.020.795	818.785
Emissioner i året	0	0	2.500	396
Indløsninger i året	÷415.779	÷61.421	÷414.006	÷64.558
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		65		54
Foreslået udlodning		22.332		0
Overførsel af periodens resultat		38.056		111.459
Overført til udlodning næste år		292		÷17.114
I alt investorernes formue	5.193.510	848.345	5.609.289	849.021

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,1	96,2
I alt finansielle instrumenter	98,1	96,2
Øvrige aktiver og passiver	1,9	3,8
I alt	100,0	100,0

## *Global StockPicking – Akkumulerende KL*

Investerer globalt i aktier udvalgt ud fra specifikke forventninger til den enkelte akties afkast. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Afdelingen udbydes i tre andelsklasser:

- Global StockPicking, klasse NOK
- Global StockPicking, osuuslaji EUR
- Global StockPicking – Akkumulerende, klasse DKK

Afdelingens ledelsesberetning og det samlede regnskab omfattende resultat af investeringer m.m., som foretages fælles for klasserne, samt resultat af klassernes egne valutaafdækninger og omkostninger findes på de følgende sider:

Noter for de enkelte klasser findes også på de følgende sider:

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

## Global StockPicking – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK		31.12.2016 1.000 DKK	31.12.2015 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	183	59	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	228	176	Indestående i depotselskab	98.728	105.588
3 Udbytter	81.897	71.811	<b>I alt likvide midler</b>	<b>98.728</b>	<b>105.588</b>
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>81.852</b>	<b>71.694</b>	<b>Kapitalandele:</b>		
4 <b>Kursgevinster og -tab:</b>			Not. aktier fra DK selskaber	113.736	87.889
Kapitalandele	222.858	381.346	Not. aktier fra udl. selskaber	3.432.049	2.944.494
Valutakonti	6.853	4.716	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>3.545.784</b>	<b>3.032.383</b>
Øvrige aktiver/passiver	÷368	221	<b>Andre aktiver:</b>		
5 Handelsomkostninger	÷1.613	÷2.124	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	1.122	1.705
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>227.730</b>	<b>384.160</b>	Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	509
<b>I alt indtægter</b>	<b>309.582</b>	<b>455.854</b>	Aktuelle skatteaktiver	2.996	6.713
6 Administrationsomkostninger	49.701	53.801	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>4.118</b>	<b>8.927</b>
<b>Resultat før skat</b>	<b>259.881</b>	<b>402.052</b>	<b>Aktiver i alt</b>	<b>3.648.630</b>	<b>3.146.898</b>
7 Skat	7.959	7.190	<b>Passiver</b>		
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>251.922</b>	<b>394.863</b>	8 Investorers formue	3.647.645	3.146.638
<b>Resultatdisponering</b>			<b>Anden gæld:</b>		
Overført til formuen	251.922	394.863	Skyldige omkostninger	985	259
<b>I alt disponeret</b>	<b>251.922</b>	<b>394.863</b>	<b>I alt anden gæld</b>	<b>985</b>	<b>259</b>
			<b>Passiver i alt</b>	<b>3.648.630</b>	<b>3.146.898</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Nettoresultat (t.DKK)	331.281	429.530	462.266	394.863	251.922
Omsætningshastighed (antal gange)	0,10	0,18	0,19	0,22	0,19
Investorers formue (t.DKK)	3.063.704	3.091.835	3.317.861	3.146.638	3.647.645

## Global StockPicking – Akkumulerende KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	183	59
I alt renteindtægter	183	59

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	228	176
I alt renteudgifter	228	176

Note 3: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	2.527	1.421
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	79.370	70.390
I alt udbytter	81.897	71.811

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	÷34.077	41.093
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	256.936	340.253
Valutakonti	6.853	4.716
Øvrige aktiver/passiver	÷368	221
Handelsomkostninger	÷1.613	÷2.124
I alt kursgevinster og -tab	227.730	384.160

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷3.228	÷3.482
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	1.615	1.358
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷1.613	÷2.124

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	0	0	37	0
Øvrige omkostninger	0	0	7	0
Managementhonorar	45.207	0	48.908	0
Fast administrationshonorar	4.493	0	4.849	0
I alt opdelte adm.omk.	49.701	0	53.801	0
I alt adm.omkostninger		49.701		53.801

Note 7: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	7.959	7.190
I alt skat	7.959	7.190

Note 8: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo		3.146.638		3.317.861
Emissioner i året		722.479		194.442
Indløsninger i året		÷475.134		÷761.617
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		1.740		1.090
Overførsel af periodens resultat		251.922		394.863
I alt investorenes formue		3.647.645		3.146.638

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,2	96,4
I alt finansielle instrumenter	97,2	96,4
Øvrige aktiver og passiver	2,8	3,6
I alt	100,0	100,0

## Global StockPicking, Klasse NOK

Andelsklasse under Global StockPicking – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindekset – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Da andelsklassen investerer globalt i aktier, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

Udviklingen på aktiemarkederne var negativ i starten af 2016 for derefter at udvikle sig positivt. Aktiemarkedet i USA var et af de bedre. Det steg bl.a. som følge af den fortsat lempelig pengepolitik, som grundet usikkerhed med hensyn til den makroøkonomiske udvikling i starten af året indebar en udskydelse af de forventede forhøjelser af de ledende renter. Det amerikanske præsidentvalg overraskede markedet, idet den republikanske kandidat Donald Trump – overraskende i forhold til meningsmålingerne – vandt valget. Valget af en republikansk præsident og hermed en potentiel ændring af den førte økonomiske politik i USA betød, at de mere cykliske sektorer steg pænt i slutningen af året. En potentiel ændring

af den førte økonomiske politik i retning af en mere ekspansiv finanspolitik drevet af infrastrukturinvesteringer og en potentiel nedsættelse af selskabsskatterne var positivt for aktiemarkedet. Det europæiske aktiemarked var blandt andet påvirket af Storbritanniens afstemning om fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde. Afstemningsresultatet blev et nej til fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, og dette skabte fornyet usikkerhed og negative kursreaktioner. De negative kursreaktioner var relativt kortvarige, og andet halvår af 2016 bød på en vending i aktiemarkedet og positive afkast. Den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en pæn økonomisk vækst og fortsat attraktive finansielle vilkår var understøttende for kursudviklingen. Det japanske aktiemarked fulgte den globale trend over året og sluttede med et afkast, der var lidt bedre end afkastet i Europa, men svagere end afkastet i USA.

Emerging markets steg for første gang i en årrække mere end de mere udviklede markeder. Udviklingen var drevet af den kinesiske vækst, som blev stabiliseret i løbet af året, og transformationen af økonomien i retning mod en mere forbrugsdrevet udvikling. Også andre områder af emerging markets – Latinamerika og Østeuropa – oplevede en stabilisering og vending.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et afkast på 2,13 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 4,90 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en stabilisering af råvarepriserne, fortsat lave renter og god økonomisk vækst.

### Vurdering af resultatet

Sektorfordelingen bidrog samlet set negativt til andelsklassens relative afkast. Andelsklassens begrænsede investeringer indenfor energisektoren og betydelige investeringer indenfor sundhedssektoren bidrog mest. Modsat bidrog andelsklassens betydelige investeringer indenfor finanssektoren samt begrænsede investeringer indenfor telekommunikationssektoren positivt.

#### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Juni 2014
Risikoindeks (1-7): 5
Benchmark: MSCI AC World Net Total Return measured in NOK
Fondskode: DK0060564235
Porteføljeredgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

#### Landefordeling

USA	45,9%
Schweiz	8,1%
Storbritannien	7,7%
Irland	4,9%
Japan	4,7%
Øvrige inkl. likvide	28,7%

#### Nøgletal for risiko

Active share	93,00
--------------	-------

## Global StockPicking, Klasse NOK

Andelsklasse under Global StockPicking – Akkumulerende KL

Aktieudvælgelsen bidrog overordnet positivt til andelsklassens relative afkast. De største positive bidrag til merafkastet kan henføres til andelsklassens investeringer i det amerikanske sundhedsforsikringselskab UnitedHealth, den amerikanske storbank JPMorgan Chase & Co., det amerikanske energiselskab ConocoPhillips samt det amerikanske industriselskab Johnson Controls. Modsat var andelsklassens investeringer i den danske medicinalvirksomhed Novo Nordisk og den amerikanske juvelerforretning Signet Jewelers de største negative bidragsydere.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Væksten i verdensøkonomien er fortsat positivt understøttet af en lempelig pengepolitik i såvel de udviklede økonomier som i emerging markets. Vækstniveauet i de udviklede økonomier er præget af diversitet de økonomiske regioner imellem. Europæisk økonomi er positivt understøttet af den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar, attraktive finansielle vilkår og afdæmpede inflationsforventninger. I USA er den økonomiske vækst pæn og arbejdsmarkedet stramt, og den Amerikanske Centralbank har genoptaget forhøjelserne af de ledende renter. Det er endnu ikke afklaret i detaljer, hvorledes den nyvalgte amerikanske præsident, Donald Trump, vil forvalte sit præsidentembede – herunder evt. ændre den førte økonomiske politik. Usikkerhed med hensyn til den økonomiske udvikling i såvel de udviklede økonomier som emerging markets, tempoet i stramningen af pengepolitikken i USA samt mindre tiltro til længden af en fortsat lempelig pengepolitik i Europa og Japan vil kunne give anledning til en negativ stemning på aktiemarkedene.

De afledte effekter på de globale finansielle markeder af en stramning af pengepolitikken i USA og dermed en stigning i de ledende renter i takt med pæn økonomisk vækst har blandt andet medført, at renten på 10-årige statsobligationer er steget. Dette indikerer således et paradigmeskift efter en lang periode med rentefald. En intensivering i rentestigningerne blandt andet er drevet af ændringen i den førte økonomiske politik kan give usikkerhed på aktiemarkedene.

Udviklingen på råvaremarkederne – og i særdeleshed i olieprisen – samt valutabevægelser kan få såvel positive som negative afledte effekter på aktiemarkedene.

Endelig vil en række betydende folkeafstemninger i Europa, Storbritanniens forventede aktivering af artikel 50 i starten af 2017 og nyheder i relation til de politiske forhandlinger kunne påvirke aktiemarkedene negativt.

Andelsklassen har betydelige investeringer indenfor sektorerne sundhed og stabilt forbrug. Afkastet på aktier i disse sektorer kan bl.a. være følsomme over for udviklingen i det offentlige forbrug samt det private forbrug.

### Forventninger til markedet samt strategi

Væksten i den globale økonomi er positiv drevet af en solid økonomisk udvikling i de udviklede økonomier samtidigt med, at den økonomiske vækst i emerging markets er stabiliseret. Der er fortsat stor variation i vækstudviklingen imellem de forskellige økonomiske regioner. I USA forventes en stærk vækst at resultere i en stramning af pengepolitikken i 2017. Kombineret med en relativ høj prisfastsættelse kan det lægge en dæmper på udviklingen på aktiemarkedet. I Europa vil vi fortsat opleve meget lempelige finansielle vilkår. Dette vil understøtte investerings- og forbrugslysten, samtidigt med at en fortsat svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar vil være understøttende for den økonomiske vækst og dermed skabe et fornuftigt indtjeningspotentiale kombineret med en attraktiv prisfastsættelse. I 2017 forventer vi en moderat positiv udvikling på aktiemarkedene, men også markeder der vil være præget af både stigende og faldende risikoappetit drevet af økonomiske og politiske nyheder globalt.

Vi fastholder som udgangspunkt andelsklassens nuværende balance med betydelige investeringer i sektorerne sundhed og stabilt forbrug, mens vi indtil videre har en undervægt indenfor sektorerne telekommunikation, energi og materialer. Endvidere har vi fravalgt investeringer i forsyningssektoren.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Global StockPicking, Klasse NOK

Andelsklasse under Global StockPicking – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	2014	2015	2016
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	21,15	18,03	2,13
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	23,97	15,27	4,90
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	121,15	142,98	146,03
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	4.275	6.672	5.350
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	1,69	1,69	1,69
Investorers formue (t.DKK)	-	-	64.235	96.628	87.829
Antal andele	-	-	646.015	870.739	734.402
Stykstørrelse i DKK	-	-	100	100	100

\* 2014 dækker en periode på mindre end 12 måneder

<b>KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK</b>	<b>1.1.-31.12.2016</b>	<b>1.1.-31.12.2015</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen	6.779	8.034
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	1.429	1.361
<b>Klassens resultat</b>	<b>5.350</b>	<b>6.672</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorers formue primo	96.628	64.235
Emissioner i året	10.352	45.561
Indløsninger i året	÷24.558	÷19.943
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	58	103
Overførsel af periodens resultat	5.350	6.672
<b>Investorers formue ultimo</b>	<b>87.829</b>	<b>96.628</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	870.739	646.015
Emissioner i året	96.214	400.966
Indløsninger i året	÷232.552	÷176.242
<b>Andele ultimo året</b>	<b>734.402</b>	<b>870.739</b>

## Global StockPicking, osuuslaji EUR

Andelsklasse under Global StockPicking – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Da andelsklassen investerer globalt i aktier, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

Udviklingen på aktiemarkedene var negativ i starten af 2016 for derefter at udvikle sig positivt. Aktiemarkedet i USA var et af de bedre. Det steg bl.a. som følge af den fortsat lempelig pengepolitik, som grundet usikkerhed med hensyn til den makroøkonomiske udvikling i starten af året indebar en udskydelse af de forventede forhøjelser af de ledende renter. Det amerikanske præsidentvalg overraskede markedet, idet den republikanske kandidat Donald Trump – overraskende i forhold til meningsmålingerne – vandt valget. Valget af en republikansk præsident og hermed en potentiel ændring af den førte økonomiske politik i USA betød, at de mere cykliske sektorer steg pænt i slutningen af året. En potentiel ændring af den førte økonomiske politik i retning af en mere ekspan-

siv finanspolitik drevet af infrastrukturinvesteringer og en potentiel nedsættelse af selskabsskatterne var positivt for aktiemarkedet. Det europæiske aktiemarked var blandt andet påvirket af Storbritanniens afstemning om fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde. Afstemningsresultat blev et nej til fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, og dette skabte fornyet usikkerhed og negative kursreaktioner. De negative kursreaktioner var relativt kortvarige, og andet halvår af 2016 bød på en vending i aktiemarkedet og positive afkast. Den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en pæn økonomisk vækst og fortsat attraktive finansielle vilkår var understøttende for kursudviklingen. Det japanske aktiemarked fulgte den globale trend over året og sluttede med et afkast, der var lidt bedre end afkastet i Europa, men svagere end afkastet i USA.

Emerging markets steg for første gang i en årrække mere end de mere udviklede markeder. Udviklingen var drevet af den kinesiske vækst, som blev stabiliseret i løbet af året, og transformationen af økonomien i retning mod en mere forbrugsdrevet udvikling. Også andre områder af emerging markets – Latineramerika og Østeuropa – oplevede en stabilisering og vending.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et afkast på 8,16 pct. målt i EUR, mens benchmark steg 11,09 pct. målt i EUR. Andelsklassen afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurranter, men har indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en stabilisering af råvarepriserne, fortsat lave renter og god økonomisk vækst.

### Vurdering af resultatet

Sektorfordelingen bidrog samlet set negativt til andelsklassens relative afkast. Andelsklassens begrænsede investeringer indenfor energisektoren og betydelige investeringer indenfor sundhedssektoren bidrog mest. Modsat bidrog andelsklassens betydelige investeringer indenfor finanssektoren samt begrænsede investeringer indenfor telekommunikationssektoren positivt.

#### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: December 2012

Risikoindikator (1-7): 5

Benchmark: MSCI AC World index inkl. nettoudbytter målt i EUR

Fondskode: DK0060485449

Porteføljegrådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

#### Landefordeling

USA	45,9%
Schweiz	8,1%
Storbritannien	7,7%
Irland	4,9%
Japan	4,7%
Øvrige inkl. likvide	28,7%

#### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,92
Standardafvigelse	11,86
Tracking error	3,73
Information Ratio	-0,29
Sharpe Ratio (benchm.)	1,03
Standardafvigelse (benchm.)	11,60
Active share	93,00



## Global StockPicking, osuuslaji EUR

Andelsklasse under Global StockPicking – Akkumulerende KL

Aktieudvælgelsen bidrog overordnet positivt til andelsklassens relative afkast. De største positive bidrag til merafkastet kan henføres til andelsklassens investeringer i det amerikanske sundhedsforsikringselskab UnitedHealth, den amerikanske storbank JPMorgan Chase & Co., det amerikanske energiselskab ConocoPhillips samt det amerikanske industriselskab Johnson Controls. Modsat var andelsklassens investeringer i den danske medicinalvirksomhed Novo Nordisk og den amerikanske juvelerforretning Signet Jewelers de største negative bidragsydere.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Væksten i verdensøkonomien er fortsat positivt understøttet af en lempelig pengepolitik i såvel de udviklede økonomier som i emerging markets. Vækstniveauet i de udviklede økonomier er præget af diversitet de økonomiske regioner imellem. Europæisk økonomi er positivt understøttet af den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar, attraktive finansielle vilkår og afdæmpede inflationsforventninger. I USA er den økonomiske vækst pæn og arbejdsmarkedet stramt, og den Amerikanske Centralbank har genoptaget forhøjelserne af de ledende renter. Det er endnu ikke afklaret i detaljer, hvorledes den nyvalgte amerikanske præsident, Donald Trump, vil forvalte sit præsidentembede – herunder evt. ændre den førte økonomiske politik. Usikkerhed med hensyn til den økonomiske udvikling i såvel de udviklede økonomier som emerging markets, tempoet i stramningen af pengepolitikken i USA samt mindre tiltro til længden af en fortsat lempelig pengepolitik i Europa og Japan vil kunne give anledning til en negativ stemning på aktiemarkederne.

De afledte effekter på de globale finansielle markeder af en stramning af pengepolitikken i USA og dermed en stigning i de ledende renter i takt med pæn økonomisk vækst har blandt andet medført, at renten på 10-årige statsobligationer er steget. Dette indikerer således et paradigmeskift efter en lang periode med rentefald. En intensivering i rentestigningerne blandt andet er drevet af ændringen i den førte økonomiske politik kan give usikkerhed på aktiemarkederne.

Udviklingen på råvaremarkederne – og i særdeleshed i olieprisen – samt valutabevægelser kan få såvel positive som negative afledte effekter på aktiemarkederne.

Endelig vil en række betydende folkeafstemninger i Europa, Storbritanniens forventede aktivering af artikel 50 i starten af 2017 og nyheder i relation til de politiske forhandlinger kunne påvirke aktiemarkederne negativt.

Andelsklassen har betydelige investeringer indenfor sektorerne sundhed og stabilt forbrug. Afkastet på aktier i disse sektorer kan bl.a. være følsomme over for udviklingen i det offentlige forbrug samt det private forbrug.

### Forventninger til markedet samt strategi

Væksten i den globale økonomi er positiv drevet af en solid økonomisk udvikling i de udviklede økonomier samt idigt med, at den økonomiske vækst i emerging markets er stabiliseret. Der er fortsat stor variation i vækstudviklingen imellem de forskellige økonomiske regioner. I USA forventes en stærk vækst at resultere i en stramning af pengepolitikken i 2017. Kombineret med en relativ høj prisfastsættelse kan det lægge en dæmper på udviklingen på aktiemarkedet. I Europa vil vi fortsat opleve meget lempelige finansielle vilkår. Dette vil understøtte investerings- og forbrugslysten, samtidig med at en fortsat svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar vil være understøttende for den økonomiske vækst og dermed skabe et fornuftigt indtjeningspotentiale kombineret med en attraktiv prisfastsættelse. I 2017 forventer vi en moderat positiv udvikling på aktiemarkederne, men også markeder der vil være præget af både stigende og faldende risikoappetit drevet af økonomiske og politiske nyheder globalt.

Vi fastholder som udgangspunkt andelsklassens nuværende balance med betydelige investeringer i sektorerne sundhed og stabilt forbrug, mens vi indtil videre har en undervægt indenfor sektorerne telekommunikation, energi og materialer. Endvidere har vi fravalgt investeringer i forsyningssektoren.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Global StockPicking, osuuslaji EUR

Andelsklasse under Global StockPicking – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast i EUR (pct.)*	÷1,67	15,07	15,92	11,02	8,16
Benchmarkafkast i EUR (pct.)*	÷0,44	17,49	18,61	8,76	11,09
Sharpe Ratio i EUR	-	-	-	1,17	0,92
Indre værdi (DKK pr. andel)	9,83	11,31	13,12	14,56	15,75
Nettoresultat (t.DKK)*	÷354	3.698	4.808	3.856	3.246
Administrationsomkostninger (pct.)	1,68	1,70	1,69	1,69	1,69
Investorers formue (t.DKK)	22.217	29.318	36.825	46.409	50.612
Antal andele	302.849	347.345	377.066	427.104	432.225
Stykstørrelse i DKK	10	10	10	10	10

\* 2012 dækker en periode på mindre end 12 måneder

<b>KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK</b>	<b>1.1.-31.12.2016</b>	<b>1.1.-31.12.2015</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen	3.989	4.633
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	742	777
<b>Klassens resultat</b>	<b>3.246</b>	<b>3.856</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorers formue primo	46.409	36.825
Emissioner i året	6.568	11.383
Indløsninger i året	÷5.632	÷5.681
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	20	27
Overførsel af periodens resultat	3.246	3.856
<b>Investorers formue ultimo</b>	<b>50.612</b>	<b>46.409</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	427.104	377.066
Emissioner i året	59.784	102.280
Indløsninger i året	÷54.662	÷52.242
<b>Andele ultimo året</b>	<b>432.225</b>	<b>427.104</b>

## Global StockPicking – Akkumulerende, klasse DKK

Andelsklasse under Global StockPicking – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindekset – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Da andelsklassen investerer globalt i aktier, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

Udviklingen på aktiemarkederne var negativ i starten af 2016 for derefter at udvikle sig positivt. Aktiemarkedet i USA var et af de bedre. Det steg bl.a. som følge af den fortsat lempelig pengepolitik, som grundet usikkerhed med hensyn til den makroøkonomiske udvikling i starten af året indebar en udskydelse af de forventede forhøjelser af de ledende renter. Det amerikanske præsidentvalg overraskede markedet, idet den republikanske kandidat Donald Trump – overraskende i forhold til meningsmålingerne – vandt valget. Valget af en republikansk præsident og hermed en potentiel ændring af den førte økonomiske politik i USA betød, at de mere cykliske sektorer steg pænt i slutningen af året. En potentiel ændring af den førte økonomiske politik i retning af en mere ekspan-

siv finanspolitik drevet af infrastrukturinvesteringer og en potentiel nedsættelse af selskabsskatterne var positivt for aktiemarkedet. Det europæiske aktiemarked var blandt andet påvirket af Storbritanniens afstemning om fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde. Afstemningsresultatet blev et nej til fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, og dette skabte fornyet usikkerhed og negative kursreaktioner. De negative kursreaktioner var relativt kortvarige, og andet halvår af 2016 bød på en vending i aktiemarkedet og positive afkast. Den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en pæn økonomisk vækst og fortsat attraktive finansielle vilkår var understøttende for kursudviklingen. Det japanske aktiemarked fulgte den globale trend over året og sluttede med et afkast, der var lidt bedre end afkastet i Europa, men svagere end afkastet i USA.

Emerging markets steg for første gang i en årrække mere end de mere udviklede markeder. Udviklingen var drevet af den kinesiske vækst, som blev stabiliseret i løbet af året, og transformationen af økonomien i retning mod en mere forbrugsdrevet udvikling. Også andre områder af emerging markets – Latinamerika og Østeuropa – oplevede en stabilisering og vending.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et afkast på 7,89 pct., mens benchmark steg 10,69 pct. Andelsklassens afkast var således mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en stabilisering af råvarepriserne, fortsat lave renter og god økonomisk vækst.

### Vurdering af resultatet

Sektorfordelingen bidrog samlet set negativt til andelsklassens relative afkast. Andelsklassens begrænsede investeringer indenfor energisektoren og betydelige investeringer indenfor sundhedssektoren bidrog mest. Modsat bidrog andelsklassens betydelige investeringer indenfor finanssektoren samt begrænsede investeringer indenfor telekommunikationssektoren positivt.

### Andelsklassens profil

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: November 2002
Risikoindeks (1-7): 5
Benchmark: MSCI AC World inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0016208788
Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Landefordeling

USA	45,9%
Schweiz	8,1%
Storbritannien	7,7%
Irland	4,9%
Japan	4,7%
Øvrige inkl. likvide	28,7%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,93
Standardafvigelse	11,88
Tracking error	3,73
Information Ratio	÷0,26
Sharpe Ratio (benchm.)	1,02
Standardafvigelse (benchm.)	11,62
Active share	93,00

## Global StockPicking – Akkumulerende, klasse DKK

### Andelsklasse under Global StockPicking – Akkumulerende KL

Aktieudvælgelsen bidrog overordnet positivt til andelsklassens relative afkast. De største positive bidrag til merafkastet kan henføres til andelsklassens investeringer i det amerikanske sundhedsforsikringselskab UnitedHealth, den amerikanske storbank JPMorgan Chase & Co., det amerikanske energiselskab ConocoPhillips samt det amerikanske industriselskab Johnson Controls. Modsat var andelsklassens investeringer i den danske medicinalvirksomhed Novo Nordisk og den amerikanske juvelerforretning Signet Jewelers de største negative bidragsydere.

#### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Væksten i verdensøkonomien er fortsat positivt understøttet af en lempelig pengepolitik i såvel de udviklede økonomier som i emerging markets. Vækstniveauet i de udviklede økonomier er præget af diversitet de økonomiske regioner imellem. Europæisk økonomi er positivt understøttet af den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar, attraktive finansielle vilkår og afdæmpede inflationsforventninger. I USA er den økonomiske vækst pæn og arbejdsmarkedet stramt, og den Amerikanske Centralbank har genoptaget forhøjelserne af de ledende renter. Det er endnu ikke afklaret i detaljer, hvorledes den nyvalgte amerikanske præsident, Donald Trump, vil forvalte sit præsidentembede – herunder evt. ændre den førte økonomiske politik. Usikkerhed med hensyn til den økonomiske udvikling i såvel de udviklede økonomier som emerging markets, tempoet i stramningen af pengepolitikken i USA samt mindre tiltro til længden af en fortsat lempelig pengepolitik i Europa og Japan vil kunne give anledning til en negativ stemning på aktiemarkederne.

De afledte effekter på de globale finansielle markeder af en stramning af pengepolitikken i USA og dermed en stigning i de ledende renter i takt med pæn økonomisk vækst har blandt andet medført, at renten på 10-årige statsobligationer er steget. Dette indikerer således et paradigmeskift efter en lang periode med rentefald. En intensivering i rentestigningerne blandt andet er drevet af ændringen i den førte økonomiske politik kan give usikkerhed på aktiemarkederne.

Udviklingen på råvaremarkederne – og i særdeleshed i olieprisen – samt valutabevægelser kan få såvel positive som negative afledte effekter på aktiemarkederne.

Endelig vil en række betydende folkeafstemninger i Europa, Storbritanniens forventede aktivering af artikel 50 i starten af 2017 og nyheder i relation til de politiske forhandlinger kunne påvirke aktiemarkederne negativt.

Andelsklassen har betydelige investeringer indenfor sektorerne sundhed og stabilt forbrug. Afkastet på aktier i disse sektorer kan bl.a. være følsomme over for udviklingen i det offentlige forbrug samt det private forbrug.

#### Forventninger til markedet samt strategi

Væksten i den globale økonomi er positiv drevet af en solid økonomisk udvikling i de udviklede økonomier samtidigt med, at den økonomiske vækst i emerging markets er stabiliseret. Der er fortsat stor variation i vækstudviklingen imellem de forskellige økonomiske regioner. I USA forventes en stærk vækst at resultere i en stramning af pengepolitikken i 2017. Kombineret med en relativ høj prisfastsættelse kan det lægge en dæmper på udviklingen på aktiemarkedet. I Europa vil vi fortsat opleve meget lempelige finansielle vilkår. Dette vil understøtte investerings- og forbrugslysten, samtidigt med at en fortsat svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar vil være understøttende for den økonomiske vækst og dermed skabe et fornuftigt indtjeningspotentiale kombineret med en attraktiv prisfastsættelse. I 2017 forventer vi en moderat positiv udvikling på aktiemarkederne, men også markeder der vil være præget af både stigende og faldende risikoappetit drevet af økonomiske og politiske nyheder globalt.

Vi fastholder som udgangspunkt andelsklassens nuværende balance med betydelige investeringer i sektorerne sundhed og stabilt forbrug, mens vi indtil videre har en undervægt indenfor sektorerne telekommunikation, energi og materialer. Endvidere har vi fravalgt investeringer i forsyningssektoren.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Global StockPicking – Akkumulerende, klasse DKK

Andelsklasse under Global StockPicking – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	13,91	15,29	15,82	11,32	7,89
Benchmarkafkast (pct.)	14,79	17,49	18,39	9,00	10,69
Sharpe Ratio	0,94	0,75	1,90	1,21	0,93
Indre værdi (DKK pr. andel)	115,82	133,52	154,65	172,15	185,73
Nettoresultat (t.DKK)	331.635	425.833	453.183	384.335	243.326
Administrationsomkostninger (pct.)	1,58	1,60	1,60	1,59	1,59
ÅOP	1,87	1,91	1,92	1,73	1,72
Investorerens formue (t.DKK)	3.041.487	3.062.517	3.216.802	3.003.601	3.509.204
Antal andele	26.261.037	22.936.327	20.800.786	17.447.536	18.893.789
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

<b>KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK</b>	<b>1.1.-31.12.2016</b>	<b>1.1.-31.12.2015</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen	290.855	435.961
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	47.529	51.626
<b>Klassens resultat</b>	<b>243.326</b>	<b>384.335</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorerens formue primo	3.003.601	3.216.802
Emissioner i året	705.559	137.499
Indløsninger i året	÷444.944	÷735.994
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	1.662	959
Overførsel af periodens resultat	243.326	384.335
<b>Investorerens formue ultimo</b>	<b>3.509.204</b>	<b>3.003.601</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	17.447.536	20.800.786
Emissioner i året	4.097.413	803.365
Indløsninger i året	÷2.651.160	÷4.156.615
<b>Andele ultimo året</b>	<b>18.893.789</b>	<b>17.447.536</b>

## Globale High Yield-Obligationer KL

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

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Afdelingen investerer i high-yield virksomhedsobligationer d.v.s. obligationer med lav kreditkvalitet. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for high yield virksomhedsobligationer globalt. Afdelingen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet.

### Markedet

Efter negative afkast i andet halvår 2015 indledte det globale high yield-obligationsmarked 2016 med yderligere fald. Faldende olie- og råvarepriser samt frygt for økonomisk opbremsning i Kina, som ville smitte negativt af på væksten i den globale økonomi, førte til meget negative afkast på glo-

bale high yield-obligationer i januar og februar 2016. Udviklingen på det globale high yield-marked vendte imidlertid, da olieprisen begyndte at stige fra det rekordlave niveau, og der kom positive økonomiske nøgletal, samt den europæiske centralbank (ECB) leverede flere kvantitative lømpelser end ventet. Ved udgangen af første kvartal var afkastet på globale high yield-obligationer igen positivt og fortsatte derefter med at stige.

Da afkastene nu igen var i positivt territorium, begyndte investorerne på det globale high yield-marked at fokusere på makroøkonomiske begivenheder, som kunne få den positive udvikling til at bremse eller vende helt. At Storbritannien valgte at forlade EU (Brexit), det amerikanske præsidentvalg og den italienske forfatningsafstemning blev alle betragtet som begivenheder, der potentielt kunne få alvorlige konsekvenser for finansmarkederne. Alle tre begivenheder fik et udfald, som investorerne havde forudset ville have negativ påvirkning på finansmarkederne, men stigningerne fortsatte ufortrødent. Årets to sidste væsentlige begivenheder var de sidste rentemøder i centralbankerne, og hverken ECB's fortsættelse af obligationsopkøbsprogrammet eller den amerikanske centralbanks (Fed) renteforhøjelse på 0,25 procentpoint blev opfattet negativt i markedet.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 16,46 pct., mens benchmark steg 14,69 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter og har mere end indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet positiv renteutvikling i forhold til vores forventninger og lavere merrente i forhold til sammenlignelige statsobligationer.

### Vurdering af resultatet

Afdelingen havde mere risiko end benchmark, da vi vurderede, at der var vækst i de store økonomier, og at opbremsningen i kinesisk økonomi kun ville få begrænsede effekt på USA og Europa. Afdelingen klarede sig dårligere end benchmark i starten af 2016, hvor en lavere oliepris og manglende risikovillighed blandt investorerne fortsat påvirkede udviklingen. Afde-

#### Afdelingens profil

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Februar 2002
Risikoindikator (1-7): 4
Benchmark: Barclays Capital Global HY Index excluding CMBS & EMG & Non senior financials (2% issuers capped) - hedged DKK
Fondskode: DK0060448918
Porteføljerådgiver: ING

#### Varigheder

0-1 år	9,6%
1-3 år	29,8%
3-5 år	33,1%
5-10 år	23,5%
Over 10 år	0,7%
Øvrige inkl. likvide	3,3%

#### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,40
Standardafvigelse	6,52
Tracking error	1,46
Information Ratio	-0,85
Sharpe Ratio (benchm.)	0,68
Standardafvigelse (benchm.)	5,63

## Globale High Yield-Obligationer KL

lingen begyndte at overhale benchmark, da vores selskaber begyndte at rapportere bedre resultater end ventet, og ledelserne for selskaberne meldte om positive fremtidsudsigter.

Kreditvurderingsmæssigt klarede obligationer med en lavere kreditvurdering sig bedre end dem med en højere kreditvurdering. Derfor bidrog vores undervægt af BB-obligationer og overvægt af CCC-obligationer samt obligationer med en kreditvurdering lavere end CCC positivt til afdelingens afkast.

Geografisk var der positivt bidrag fra overvægten af USA og undervægten af Europa og Asien, da amerikansk økonomi fortsat klarede sig godt og havde et større afkastpotentiale end Europa.

Energisektorer udgør en stor del af det globale high yield-obligationsmarked med eksponering til den amerikanske skifer-gasindustri. Afdelingen var overordnet set eksponeret neutralt til energi i forhold til benchmark. Inden for energi var der en overvægt af olieproducenterne Alta Mesa Holdings, Denbury Resources, Legacy Reserves og Resolute Energy, som bidrog positivt til afkastet, mens manglende eksponering til olie- og naturgasproducenten Chesapeake Energy og offshore-boreselskabet Transocean trak ned i afkastet. Positioneringen inden for råvaresektoren bidrog desuden positivt til afkastet, da overvægten af kobber- og guldmineselskabet Thompson Creek gav et højt afkast, mens vores undervægt af mineselskabet Anglo American omvendt trak lidt ned i afkastet.

### Særlige risici i forbindelse med markedsudviklingen i 2017

Vi ser en række risikofaktorer, som kan påvirke afkastet på globale high yield-obligationer i 2017. Der er risiko for potentiel overophedning af amerikansk økonomi, da USA allerede har eller er tæt på fuld beskæftigelse samt stigende inflation. De forventede politiske ændringer fra Trump-administrationen vil stimulere den amerikanske økonomi, som allerede vokser hurtigere end den langsigtede potentielle vækstrate. Skattelettelser med deraf følgende forbrugsstigninger kan få inflationen til at stige til over Feds målsætning på 2 pct. og tvinge centralbanken til at hæve renten hurtigere end forventet.

Indsnævringen af merrenten i forhold til tilsvarende statsobligationer (kreditspænd) på high yield-obligationer har opvejet stigningen i de amerikanske statsrenter. Kreditspændene er nu på et niveau, som ligger i den lave ende siden finanskrisen, så hvis Fed hæver renten hurtigere end forventet, er der risiko for, at kreditspændene ikke kan kompensere for øget obligationssalg. Denne risiko påvirker investeringsstrategien og high yield-obligationsmarkedet som helhed. Ved indgangen af året er der en undervægt til BB-obligationer og en overvægt af CCC-obligationer, hvilket bør afdække en stor del af renterisikoen. Såfremt der kommer mere omfattende frasalg af high yield-obligationer, vil det dog kunne udløse forholdsvist dramatiske fald i CCC-obligationerne som følge af faldende likviditet og refinansieringsrisiko. Samtidig er CCC-udstedere ikke i samme grad i stand til at absorbere højere renteomkostninger, og de ville med højere renter opleve en forværring af kreditforholdene.

Selvom vi ikke forventer en recession inden for de kommende 12 måneder, vil en kraftig stigning i inflationen muligvis kunne medføre en hurtig styrkelse af USD, som vil gøre amerikanske varer mindre konkurrencedygtige på eksportmarkedet, hvilket igen vil medføre en forringelse af kreditforholdene hos high yield-obligationsudstedere samt en højere misligholdelsesrate.

Kina risikerer en opbremsning i væksten. Den relativt pæne økonomiske udvikling i Kina i 2016 var i høj grad gældsfinansieret, og Kina er fortsat meget højt gældsset. Selvom kinesisk økonomi synes at bevæge sig væk fra et eksportdrevet marked til fordel for et forbrugsdrevet marked, bliver det svært at håndtere denne omstilling med en tung gældsbyrde. Vi har ved indgangen til året en undervægt til Asien, men en afsmittende virkning fra Kina på global og amerikansk økonomi udgør en risiko for vores investeringsstrategi.

### Forventninger til markedet samt strategi

USA og Europa sluttede 2016 af med ganske gunstige markedsforhold – begge regioner oplever pæn vækst, beskæftigelsen er i bedring, og inflationen er langsomt på vej op. Kina er sværere at vurdere, for selvom forholdene nu er mere positive, så skyldes det formentlig omfattende støtte fra regeringen, som ventes at blive reduceret fremover. På baggrund af disse økonomiske faktorer, et mere begrænset antal udstedelser i high yield samt en faldende misligholdelsesrate som følge af stigende oliepriser, har markedet for globale high yield-obligationer gode vilkår til at opnå gode afkast.

Trump-regeringen og Republikanernes flertal i begge kamre ventes at føre til skattelettelser og mindre bureaukrati, men med disse fordele følger højere renter som følge af kraftigere økonomisk vækst og et større udbud af amerikanske statsobligationer. Da high yield-obligationer normalt leverer pæne afkast i perioder med stigende renter, som ofte går hånd i hånd med økonomisk vækst, forventer vi, at kreditspændene vil køre yderligere ind.

Da kreditspændene ventes at indsnævres, har vi ved indgangen af året positioneret afdelingen med større kreditrisiko end benchmark og holdt renterisikoen neutral eller under benchmark. Med hensyn til olie holder vi vores overordnede risikoeksponering til olie nogenlunde neutral, mens vi forsøger at skabe merafkast gennem vores valg af obligationer relateret til olie. Geografisk vurderer vi, at USA er mere attraktiv end Europa grundet den øgede økonomiske vækst og store tillid blandt investorerne.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Globale High Yield-Obligationer KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	357.073	640.142	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	790	2.992	Indestående i depotselskab	222.595	178.021
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>356.283</b>	<b>637.150</b>	<b>I alt likvide midler</b>	<b>222.595</b>	<b>178.021</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab:</b>			<b>Obligationer:</b>		
Obligationer	553.620	÷673.292	Not. obl. fra udl. udstedere	4.056.801	6.930.059
Kapitalandele	0	219	Not. konv. obl. fra udl. udst.	12.769	0
Afledte finansielle instr.	÷212.968	÷708.072	Unoterede obligationer	38.573	35.252
Valutakonti	109.848	9.202	<b>I alt obligationer</b>	<b>4.108.142</b>	<b>6.965.311</b>
Øvrige aktiver/passiver	÷50	50	<b>Afl. finansielle instr.:</b>		
4 Handelsomkostninger	÷13	÷55	Unot. afl. finansielle instr.	891	106.202
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>450.438</b>	<b>÷1.371.948</b>	<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>891</b>	<b>106.202</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>806.721</b>	<b>÷734.798</b>	<b>Andre aktiver:</b>		
5 Administrationsomkostninger	66.295	115.060	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	69.272	140.463
<b>Resultat før skat</b>	<b>740.426</b>	<b>÷849.859</b>	Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	6.548
6 Skat	11	5	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>69.272</b>	<b>147.011</b>
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>740.415</b>	<b>÷849.863</b>	<b>Aktiver i alt</b>	<b>4.400.900</b>	<b>7.396.545</b>
<b>Resultatdisponering</b>			<b>Passiver</b>		
Overført til udlodning næste år	÷228.124	÷207.714	<b>8 Investorers formue</b>	<b>4.320.216</b>	<b>7.393.634</b>
7 Disponeret i alt vedr. udlodning	÷228.124	÷207.714	<b>Afledte finansielle instrumenter:</b>		
Overført til formuen	968.539	÷642.149	Unot. afl. finansielle instr.	79.801	2.336
<b>I alt disponeret</b>	<b>740.415</b>	<b>÷849.863</b>	<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>79.801</b>	<b>2.336</b>
			<b>Anden gæld:</b>		
			Skyldige omkostninger	883	540
			Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	35
			<b>I alt anden gæld</b>	<b>883</b>	<b>576</b>
			<b>Passiver i alt</b>	<b>4.400.900</b>	<b>7.396.545</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	15,65	6,14	÷0,16	÷6,94	16,46
Benchmarkafkast (pct.)	15,27	6,95	2,22	÷4,33	14,69
Sharpe Ratio	1,22	1,04	1,40	÷0,08	0,40
Indre værdi (DKK pr. andel)	107,14	100,84	92,99	86,54	100,78
Nettoresultat (t.DKK)	1.146.023	571.942	37.310	÷849.863	740.415
Udbytte (DKK pr. andel)	12,50	7,90	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,17	1,20	1,19	1,22	1,25
ÅOP	1,54	1,53	1,53	1,46	1,42
Omsætningshastighed (antal gange)	0,31	0,50	0,46	0,46	0,16
Investorers formue (t.DKK)	9.536.356	8.955.882	7.101.112	7.393.634	4.320.216
Antal andele	89.007.414	88.811.374	76.364.788	85.437.794	42.867.085
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100



## Globale High Yield-Obligationer KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

#### Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK

	2016	2015
Indestående i depotselskab	258	31
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	353.576	631.404
Noterede konvertible obl. fra udl. udst.	238	2.096
Unoterede obligationer	1.731	6.055
Andre renteindtægter	1.271	556
I alt renteindtægter	357.073	640.142

#### Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK

	2016	2015
Andre renteudgifter	790	2.992
I alt renteudgifter	790	2.992

#### Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK

	2016	2015
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	549.681	+653.551
Noterede konvertible obl. fra udenlandske udstedere	599	287
Unoterede obligationer	3.340	+20.028
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	0	219
Terminsforsretninger/futures m.m.	+212.968	+708.072
Valutakonti	109.848	9.202
Øvrige aktiver/passiver	+50	50
Handelsomkostninger	+13	+55
I alt kursgevinster og -tab	450.438	+1.371.948

#### Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 DKK

	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	+44	+101
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	31	46
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+13	+55

#### Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK

	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	58.870	0	101.885	0
Fast administrationshonorar	7.425	0	13.176	0
I alt opdelte adm.omk.	66.295	0	115.060	0
I alt adm.omkostninger		66.295		115.060

#### Note 6: Skat i 1.000 DKK

	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	11	5
I alt skat	11	5

#### Note 7: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK

	2016	2015
Renter og udbytter	356.283	637.150
Ikke refunderbar udbytteskat	+11	+5
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	0	2.992
Kursgevinst til udlodning	+483.677	+532.478
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter; udbytter og kursgevinster	106.994	+202.225
Udlodning overført fra sidste år	+207.714	+113.148
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	+228.124	+207.714
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	66.295	115.060
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	16.182	18.420
I alt til rådighed for udlodning, brutto	+278.237	+304.355
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	+50.113	+96.641
I alt til rådighed for udlodning, netto	+228.124	+207.714

#### Note 8: Investorers formue

	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerens formue primo	85.437.794	7.393.634	76.364.788	7.101.112
Emissioner i året	4.955.346	478.480	44.451.267	4.204.384
Indløsninger i året	+47.526.055	+4.319.227	+35.378.261	+3.102.201
Netto emissionsstillæg og indløsningsfradrag		26.915		40.202
Overførsel af periodens resultat		968.539		+642.149
Overført til udlodning næste år		+228.124		+207.714
I alt investorernes formue	42.867.085	4.320.216	85.437.794	7.393.634

### Supplerende noter

	2016	2015
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	66,1	66,0
§144a - Nyemitterede	28,1	27,7
Øvrige finansielle instrumenter	+0,9	1,9
I alt finansielle instrumenter	93,3	95,6
Øvrige aktiver og passiver	6,7	4,4
I alt	100,0	100,0

#### Underliggende eksponering ved valuta-terminsforsretninger i 1.000 DKK

Valuta	Eksponering 2016
DKK	4.169.611
EUR	+647.614
GBP	+13.449
USD	+3.590.780

Danske Bank er modpart ved de afledte finansielle instrumenter.

## *Globale High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL*

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

Afdelingen udbydes i fire andelsklasser:

- Global High Yield Bonds – Accumulating, class EUR h
- Global High Yield Bonds, osuuslaji EUR W h
- Global High Yield Obligasjon, klasse NOK h
- Globala High Yield-obligationer, klass SEK h

Afdelingens ledelsesberetning og det samlede regnskab omfattende resultat af investeringer m.m., som foretages fælles for klasserne, samt resultat af klassernes egne valuta-afdækninger og omkostninger findes på de følgende sider:

Noter for de enkelte klasser findes også på de følgende sider:

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

## Globale High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	101.534	142.367	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	125	7	Indestående i depotselskab	59.027	51.752
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>101.410</b>	<b>142.360</b>	<b>I alt likvide midler</b>	<b>59.027</b>	<b>51.752</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab:</b>			<b>Obligationer:</b>		
Obligationer	163.873	÷124.329	Not. obl. fra udl. udstedere	763.177	1.957.523
Kapitalandele	0	56	Not. konv. obl. fra udl. udst.	3.533	0
Afledte finansielle instr.	÷96.522	÷244.393	Unoterede obligationer	5.343	8.934
Valutakonti	53.934	75.393	<b>I alt obligationer</b>	<b>772.052</b>	<b>1.966.457</b>
Øvrige aktiver/passiver	0	3	<b>Afl. finansielle instr.:</b>		
4 Handelsomkostninger	÷164	÷347	Unot. afl. finansielle instr.	4.435	15.892
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>121.121</b>	<b>÷293.616</b>	<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>4.435</b>	<b>15.892</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>222.531</b>	<b>÷151.256</b>	<b>Andre aktiver:</b>		
5 Administrationsomkostninger	18.282	25.446	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	12.845	38.005
<b>Resultat før skat</b>	<b>204.249</b>	<b>÷176.703</b>	Mellemvær. vedr. handelsafv.	24	136
6 Skat	4	0	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>12.869</b>	<b>38.141</b>
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>204.246</b>	<b>÷176.703</b>	<b>Aktiver i alt</b>	<b>848.384</b>	<b>2.072.242</b>
<b>Resultatdisponering</b>			<b>Passiver</b>		
Overført til formuen	204.246	÷176.703	7 Investorerers formue	841.025	2.052.669
<b>I alt disponeret</b>	<b>204.246</b>	<b>÷176.703</b>	<b>Afledte finansielle instrumenter:</b>		
			Unot. afl. finansielle instr.	7.194	19.420
			<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>7.194</b>	<b>19.420</b>
			<b>Anden gæld:</b>		
			Skyldige omkostninger	165	153
			<b>I alt anden gæld</b>	<b>165</b>	<b>153</b>
			<b>Passiver i alt</b>	<b>848.384</b>	<b>2.072.242</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Nettoresultat (t.DKK)	172.723	172.407	÷14.327	÷176.703	204.246
Omsætningshastighed (antal gange)	0,31	0,41	0,42	0,47	0,26
Investorerers formue (t.DKK)	2.789.109	3.135.649	1.677.226	2.052.669	841.025

## Globale High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	103	10
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	100.380	140.244
Noterede konvertible obl. fra udl. udst.	62	482
Unoterede obligationer	438	1.288
Andre renteindtægter	551	343
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>101.534</b>	<b>142.367</b>

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	125	7
<b>I alt renteudgifter</b>	<b>125</b>	<b>7</b>

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	162.336	÷ 120.996
Noterede konvertible obl. fra udenlandske udstedere	153	184
Unoterede obligationer	1.384	÷ 3.517
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	0	56
Terminsforsretninger/futures m.m.	÷ 96.522	÷ 244.393
Valutakonti	53.934	75.393
Øvrige aktiver/passiver	0	3
Handelsomkostninger	÷ 164	÷ 347
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>121.121</b>	<b>÷ 293.616</b>

Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷ 499	÷ 605
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	335	258
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>÷ 164</b>	<b>÷ 347</b>

Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015		
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	5	0	23	0
Managementhonorar	15.780	0	22.064	0
Fast administrationshonorar	2.497	0	3.359	0
I alt opdelte adm.omk.	18.282	0	25.446	0
<b>I alt adm.omkostninger</b>	<b>18.282</b>	<b>0</b>	<b>25.446</b>	<b>0</b>

Note 6: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	4	0
<b>I alt skat</b>	<b>4</b>	<b>0</b>

Note 7: Investorers formue	2016	2015
	Antal andele i 1.000 DKK	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerens formue primo	2.052.669	1.677.226
Emissioner i året	99.048	956.807
Indløsninger i året	÷ 1.525.837	÷ 413.567
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	10.899	8.905
Overførsel af periodens resultat	204.246	÷ 176.703
<b>I alt investoreernes formue</b>	<b>841.025</b>	<b>2.052.669</b>

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	63,1	69,3
§ 144a - Nyemitterede	28,1	26,1
Øvrige finansielle instrumenter	0,3	0,3
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>91,5</b>	<b>95,6</b>
Øvrige aktiver og passiver	8,5	4,4
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

### Underliggende eksponering ved valuta- terminsforsretninger i 1.000 DKK

Valuta	Eksponering 2016
DKK	÷ 1.409
EUR	656.674
GBP	÷ 3.702
USD	÷ 658.661

Danske Bank er modpart ved de afledte finansielle instrumenter.

## Global High Yield Bonds – Accumulating, class EUR h

Andelsklasse under Globale High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindekoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer i high-yield virksomhedsobligationer d.v.s. obligationer med lav kreditkvalitet. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for high yield virksomhedsobligationer. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet.

### Markedet

Efter negative afkast i andet halvår 2015 indledte det globale high yield-obligationsmarked 2016 med yderligere fald. Faldende olie- og råvarepriser samt frygt for økonomisk opbremsning i Kina, som ville smitte negativt af på væksten i den globale økonomi, førte til meget negative afkast på globale high yield-obligationer i januar og februar 2016. Udviklingen på det globale high yield-marked vendte imidlertid, da olieprisen begyndte at stige fra det rekordlave niveau, og der kom positive økonomiske nøgletal, samt den europæiske centralbank (ECB) leverede flere kvantitative lempelser end ventet. Ved udgangen af første kvartal var afkastet på globale high yield-obligationer igen positivt og fortsatte derefter med at stige.

Da afkastene nu igen var i positivt territorium, begyndte investorerne på det globale high yield-marked at fokusere på makroøkonomiske begivenheder, som kunne få den positive udvikling til at bremse eller vende helt. At Storbritannien valgte at forlade EU (Brexit), det amerikanske præsidentvalg og den italienske forfatningsafstemning blev alle betragtet som begivenheder, der potentielt kunne få alvorlige konsekvenser for finansmarkederne. Alle tre begivenheder fik et udfald, som investorerne havde forudset ville have negativ påvirkning på finansmarkederne, men stigningerne fortsatte ufortrødent. Årets to sidste væsentlige begivenheder var de sidste rentemøder i centralbankerne, og hverken ECB's fortsættelse af obligationsopkøbsprogrammet eller den amerikanske centralbanks (Fed) renteforhøjelse på 0,25 procentpoint blev opfattet negativt i markedet.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et afkast på 17,16 pct. målt i EUR, mens benchmark steg 14,75 pct. målt i EUR. Andelsklassens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet positiv renteutvikling i forhold til vores forventninger og lavere merrente i forhold til sammenlignelige statsobligationer.

### Vurdering af resultatet

Andelsklassen havde mere risiko end benchmark, da vi vurderede, at der var vækst i de store økonomier, og at opbremsningen i kinesisk økonomi kun ville få begrænsede effekt på USA og Europa. Andelsklassen klarede sig dårligere end benchmark i starten af 2016, hvor en lavere oliepris og manglende risikovillighed blandt investorerne fortsat påvirkede udviklingen. Andelsklassen begyndte at overhale benchmark, da vores selskaber begyndte at rapportere bedre resultater end ventet, og ledelserne for selskaberne meldte om positive fremtidsudsigter.

Kreditvurderingsmæssigt klarede obligationer med en lavere kreditvurdering sig bedre end dem med en højere kreditvurdering. Derfor bidrog vores undervægt af BB-obligationer og overvægt af CCC-obligationer samt obligationer med en kreditvurdering lavere end CCC positivt til andelsklassens afkast.

### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: August 2011
Risikoindeks (1-7): 4
Benchmark: Barclays Capital Global HY Index excluding CMBS & EMG & Non senior financials (2% issuers capped) - hedged EUR
Fondskode: DK0060294692
Porteføljerådgiver: ING

### Varigheder

0-1 år	9,7%
1-3 år	29,8%
3-5 år	29,3%
5-10 år	23,9%
Over 10 år	0,8%
Øvrige inkl. likvide	6,5%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,43
Standardafvigelse	6,55
Tracking error	1,51
Information Ratio	÷0,80
Sharpe Ratio (benchm.)	0,71
Standardafvigelse (benchm.)	5,62

## Global High Yield Bonds – Accumulating, class EUR h

Andelsklasse under Globale High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

Geografisk var der positivt bidrag fra overvægten af USA og undervægten af Europa og Asien, da amerikansk økonomi fortsat klarede sig godt og havde et større afkastpotentiale end Europa.

Energisektorer udgør en stor del af det globale high yield-obligationsmarked med eksponering til den amerikanske skifergasindustri. Andelsklassen var overordnet set eksponeret neutralt til energi i forhold til benchmark. Inden for energi var der en overvægt af olieproducenterne Alta Mesa Holdings, Denbury Resources, Legacy Reserves og Resolute Energy, som bidrog positivt til afkastet, mens manglende eksponering til olie- og naturgasproducenten Chesapeake Energy og offshore-boreselskabet Transocean trak ned i afkastet. Positioneringen inden for råvaresektoren bidrog desuden positivt til afkastet, da overvægten af kobber- og guldmineselskabet Thompson Creek gav et højt afkast, mens vores undervægt af mineselskabet Anglo American omvendt trak lidt ned i afkastet.

### Særlige risici i forbindelse med markedsudviklingen i 2017

Vi ser en række risikofaktorer, som kan påvirke afkastet på globale high yield-obligationer i 2017. Der er risiko for potentiel overophedning af amerikansk økonomi, da USA allerede har eller er tæt på fuld beskæftigelse samt stigende inflation. De forventede politiske ændringer fra Trump-administrationen vil stimulere den amerikanske økonomi, som allerede vokser hurtigere end den langsigtede potentielle vækstrate. Skattelettelser med deraf følgende forbrugsstigninger kan få inflationen til at stige til over Feds målsætning på 2 pct. og tvinge centralbanken til at hæve renten hurtigere end forventet.

Indsnævringen af merrenten i forhold til tilsvarende statsobligationer (kreditspænd) på high yield-obligationer har opvejet stigningen i de amerikanske statsrenter. Kreditspændene er nu på et niveau, som ligger i den lave ende siden finanskrisen, så hvis Fed hæver renten hurtigere end forventet, er der risiko for, at kreditspændene ikke kan kompensere for øget obligationssalg. Denne risiko påvirker investeringsstrategien og high yield-obligationsmarkedet som helhed. Ved indgangen af året er der en undervægt til BB-obligationer og en overvægt af CCC-obligationer, hvilket bør afdække en stor del af renterisikoen. Såfremt der kommer mere omfattende frasalg af high yield-obligationer, vil det dog kunne udløse forholdsvist dramatiske fald i CCC-obligationerne som følge af faldende likviditet og refinansieringsrisiko. Samtidig er CCC-udstedere ikke i samme grad i stand til at absorbere højere rentekostninger, og de ville med højere renter opleve en forværring af kreditforholdene.

Selvom vi ikke forventer en recession inden for de kommende 12 måneder, vil en kraftig stigning i inflationen muligvis kunne medføre en hurtig styrkelse af USD, som vil gøre ame-

rikanske varer mindre konkurrencedygtige på eksportmarkedet, hvilket igen vil medføre en forringelse af kreditforholdene hos high yield-obligationsudstedere samt en højere misligholdelsesrate.

Kina risikerer en opbremsning i væksten. Den relativt pæne økonomiske udvikling i Kina i 2016 var i høj grad gældsbaaseret, og Kina er fortsat meget højt gældsset. Selvom kinesisk økonomi synes at bevæge sig væk fra et eksportdrevet marked til fordel for et forbrugsdrevet marked, bliver det svært at håndtere denne omstilling med en tung gældsbyrde. Vi har ved indgangen til året en undervægt til Asien, men en afsmittende virkning fra Kina på global og amerikansk økonomi udgør en risiko for vores investeringsstrategi.

### Forventninger til markedet samt strategi

USA og Europa sluttede 2016 af med ganske gunstige markedsforhold – begge regioner oplever pæn vækst, beskæftigelsen er i bedring, og inflationen er langsomt på vej op. Kina er sværere at vurdere, for selvom forholdene nu er mere positive, så skyldes det formentlig omfattende støtte fra regeringen, som ventes at blive reduceret fremover. På baggrund af disse økonomiske faktorer, et mere begrænset antal udstedelser i high yield samt en faldende misligholdelsesrate som følge af stigende oliepriser, har markedet for globale high yield-obligationer gode vilkår til at opnå gode afkast.

Trump-regeringen og Republikanernes flertal i begge kamre ventes at føre til skattelettelser og mindre bureaukrati, men med disse fordele følger højere renter som følge af kraftig økonomisk vækst og et større udbud af amerikanske statsobligationer. Da high yield-obligationer normalt leverer pæne afkast i perioder med stigende renter, som ofte går hånd i hånd med økonomisk vækst, forventer vi, at kreditspændene vil køre yderligere ind.

Da kreditspændene ventes at indsnævre, har vi ved indgangen af året positioneret afdelingen med større kreditrisiko end benchmark og holdt renterisikoen neutral eller under benchmark. Med hensyn til olie holder vi vores overordnede risikoeksponering til olie nogenlunde neutral, mens vi forsøger at skabe merafkast gennem vores valg af obligationer relateret til olie. Geografisk vurderer vi, at USA er mere attraktiv end Europa grundet den øgede økonomiske vækst og store tillid blandt investorerne.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassen benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Global High Yield Bonds – Accumulating, class EUR h

Andelsklasse under Globale High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast i EUR (pct.)	15,82	6,20	÷0,29	÷6,59	17,16
Benchmarkafkast i EUR (pct.)	15,60	7,22	2,40	÷4,02	14,75
Sharpe Ratio i EUR	-	-	1,26	÷0,11	0,43
Indre værdi (DKK pr. andel)	11,90	12,63	12,60	11,77	13,79
Nettoresultat (t.DKK)	169.897	162.972	29.090	÷80.726	96.039
Administrationsomkostninger (pct.)	1,25	1,18	1,20	1,19	1,19
ÅOP	1,63	1,52	1,54	1,43	1,37
Investorerens formue (t.DKK)	2.574.979	2.555.764	1.186.023	997.563	497.970
Antal andele	29.011.647	27.118.882	12.646.090	11.359.322	4.857.465
Stykstørrelse i DKK	10	10	10	10	10

<b>KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK</b>	<b>1.1.-31.12.2016</b>	<b>1.1.-31.12.2015</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen	103.901	÷66.065
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	7.862	14.661
<b>Klassens resultat</b>	<b>96.039</b>	<b>÷80.726</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorerens formue primo	997.563	1.186.023
Emissioner i året	9.663	155.056
Indløsninger i året	÷609.786	÷265.363
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	4.490	2.572
Overførsel af periodens resultat	96.039	÷80.726
<b>Investorerens formue ultimo</b>	<b>497.970</b>	<b>997.563</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	11.359.322	12.646.090
Emissioner i året	101.912	1.624.051
Indløsninger i året	÷6.603.769	÷2.910.819
<b>Andele ultimo året</b>	<b>4.857.465</b>	<b>11.359.322</b>

## Global High Yield Bonds, osuuslaji EUR Wh

Andelsklasse under Globale High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer i high-yield virksomhedsobligationer d.v.s. obligationer med lav kreditkvalitet. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for high yield virksomhedsobligationer: Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet.

### Markedet

Efter negative afkast i andet halvår 2015 indledte det globale high yield-obligationsmarked 2016 med yderligere fald. Faldende olie- og råvarepriser samt frygt for økonomisk opbremsning i Kina, som ville smitte negativt af på væksten i den globale økonomi, førte til meget negative afkast på globale high yield-obligationer i januar og februar 2016. Udviklingen på det globale high yield-marked vendte imidlertid, da olieprisen begyndte at stige fra det rekordlave niveau, og der kom positive økonomiske nøgletal, samt den europæiske centralbank (ECB) leverede flere kvantitative lempelser end ventet. Ved udgangen af første kvartal var afkastet på globale high yield-obligationer igen positivt og fortsatte derefter med at stige.

Da afkastene nu igen var i positivt territorium, begyndte investorerne på det globale high yield-marked at fokusere på makroøkonomiske begivenheder, som kunne få den positive udvikling til at bremse eller vende helt. At Storbritannien valgte at forlade EU (Brexit), det amerikanske præsidentvalg og den italienske forfatningsafstemning blev alle betragtet som begivenheder, der potentielt kunne få alvorlige konsekvenser for finansmarkederne. Alle tre begivenheder fik et udfald, som investorerne havde forudset ville have negativ påvirkning på finansmarkederne, men stigningerne fortsatte ufortrødet. Årets to sidste væsentlige begivenheder var de sidste rentemøder i centralbankerne, og hverken ECB's fortsættelse af obligationsopkøbsprogrammet eller den amerikanske centralbanks (Fed) renteforhøjelse på 0,25 procentpoint blev opfattet negativt i markedet.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et afkast på 17,19 pct. målt i EUR, mens benchmark steg 14,75 pct. målt i EUR. Andelsklassens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet positiv renteutvikling i forhold til vores forventninger og lavere merrente i forhold til sammenlignelige statsobligationer.

### Vurdering af resultatet

Andelsklassen havde mere risiko end benchmark, da vi vurderede, at der var vækst i de store økonomier, og at opbremsningen i kinesisk økonomi kun ville få begrænsede effekt på USA og Europa. Andelsklassen klarede sig dårligere end benchmark i starten af 2016, hvor en lavere oliepris og manglende risikovillighed blandt investorerne fortsat påvirkede udviklingen. Andelsklassen begyndte at overhale benchmark, da vores selskaber begyndte at rapportere bedre resultater end ventet, og ledelserne for selskaberne meldte om positive fremtidsudsigter.

Kreditvurderingsmæssigt klarede obligationer med en lavere kreditvurdering sig bedre end dem med en højere kreditvurdering. Derfor bidrog vores undervægt af BB-obligationer og overvægt af CCC-obligationer samt obligationer med en kreditvurdering lavere end CCC positivt til andelsklassens afkast.

### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Maj 2014
Risikoindikator (1-7): 4
Benchmark: Barclays Capital Global HY Index excluding CMBS & EMG & Non senior financials (2% issuers capped) - hedged EUR
Fondskode: DK0060549947
Porteføljerådgiver: ING

### Varigheder

0-1 år	9,7%
1-3 år	29,8%
3-5 år	29,3%
5-10 år	23,9%
Over 10 år	0,8%
Øvrige inkl. likvide	6,5%



## Global High Yield Bonds, osuuslaji EUR Wh

Andelsklasse under Globale High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

Geografisk var der positivt bidrag fra overvægten af USA og undervægten af Europa og Asien, da amerikansk økonomi fortsat klarede sig godt og havde et større afkastpotentiale end Europa.

Energisektorer udgør en stor del af det globale high yield-obligationsmarked med eksponering til den amerikanske skifergasindustri. Andelsklassen var overordnet set eksponeret neutralt til energi i forhold til benchmark. Inden for energi var der en overvægt af olieproducenterne Alta Mesa Holdings, Denbury Resources, Legacy Reserves og Resolute Energy, som bidrog positivt til afkastet, mens manglende eksponering til olie- og naturgasproducenten Chesapeake Energy og offshore-boreselskabet Transocean trak ned i afkastet. Positioneringen inden for råvaresektoren bidrog desuden positivt til afkastet, da overvægten af kobber- og guldmineselskabet Thompson Creek gav et højt afkast, mens vores undervægt af mineselskabet Anglo American omvendt trak lidt ned i afkastet.

### Særlige risici i forbindelse med markedsudviklingen i 2017

Vi ser en række risikofaktorer, som kan påvirke afkastet på globale high yield-obligationer i 2017. Der er risiko for potentiel overophedning af amerikansk økonomi, da USA allerede har eller er tæt på fuld beskæftigelse samt stigende inflation. De forventede politiske ændringer fra Trump-administrationen vil stimulere den amerikanske økonomi, som allerede vokser hurtigere end den langsigtede potentielle vækstrate. Skattelettelser med deraf følgende forbrugsstigninger kan få inflationen til at stige til over Feds målsætning på 2 pct. og tvinge centralbanken til at hæve renten hurtigere end forventet.

Indsnævringen af merrenten i forhold til tilsvarende statsobligationer (kreditspænd) på high yield-obligationer har opvejet stigningen i de amerikanske statsrenter. Kreditspændene er nu på et niveau, som ligger i den lave ende siden finanskrisen, så hvis Fed hæver renten hurtigere end forventet, er der risiko for, at kreditspændene ikke kan kompensere for øget obligationssalg. Denne risiko påvirker investeringsstrategien og high yield-obligationsmarkedet som helhed. Ved indgangen af året er der en undervægt til BB-obligationer og en overvægt af CCC-obligationer, hvilket bør afdække en stor del af renterisikoen. Såfremt der kommer mere omfattende frasalg af high yield-obligationer, vil det dog kunne udløse forholdsvis dramatiske fald i CCC-obligationerne som følge af faldende likviditet og refinansieringsrisiko. Samtidig er CCC-udstedere ikke i samme grad i stand til at absorbere højere rentekostninger, og de ville med højere renter opleve en forværring af kreditforholdene.

Selvom vi ikke forventer en recession inden for de kommende 12 måneder, vil en kraftig stigning i inflationen muligvis kunne medføre en hurtig styrkelse af USD, som vil gøre ame-

rikanske varer mindre konkurrencedygtige på eksportmarkedet, hvilket igen vil medføre en forringelse af kreditforholdene hos high yield-obligationsudstedere samt en højere misligholdelsesrate.

Kina risikerer en opbremsning i væksten. Den relativt pæne økonomiske udvikling i Kina i 2016 var i høj grad gældsbaaseret, og Kina er fortsat meget højt gældsset. Selvom kinesisk økonomi synes at bevæge sig væk fra et eksportdrevet marked til fordel for et forbrugsdrevet marked, bliver det svært at håndtere denne omstilling med en tung gældsbyrde. Vi har ved indgangen til året en undervægt til Asien, men en afsmittende virkning fra Kina på global og amerikansk økonomi udgør en risiko for vores investeringsstrategi.

### Forventninger til markedet samt strategi

USA og Europa sluttede 2016 af med ganske gunstige markedsforhold – begge regioner oplever pæn vækst, beskæftigelsen er i bedring, og inflationen er langsomt på vej op. Kina er sværere at vurdere, for selvom forholdene nu er mere positive, så skyldes det formentlig omfattende støtte fra regeringen, som ventes at blive reduceret fremover. På baggrund af disse økonomiske faktorer, et mere begrænset antal udstedelser i high yield samt en faldende misligholdelsesrate som følge af stigende oliepriser, har markedet for globale high yield-obligationer gode vilkår til at opnå gode afkast.

Trump-regeringen og Republikanernes flertal i begge kamre ventes at føre til skattelettelser og mindre bureaukrati, men med disse fordele følger højere renter som følge af kraftigere økonomisk vækst og et større udbud af amerikanske statsobligationer. Da high yield-obligationer normalt leverer pæne afkast i perioder med stigende renter, som ofte går hånd i hånd med økonomisk vækst, forventer vi, at kreditspændene vil køre yderligere ind.

Da kreditspændene ventes at indsnævre, har vi ved indgangen af året positioneret andelsklassen med større kreditrisiko end benchmark og holdt renterisikoen neutral eller under benchmark. Med hensyn til olie holder vi vores overordnede risikoeksponering til olie nogenlunde neutral, mens vi forsøger at skabe merafkast gennem vores valg af obligationer relateret til olie. Geografisk vurderer vi, at USA er mere attraktiv end Europa grundet den øgede økonomiske vækst og store tillid blandt investorerne.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Global High Yield Bonds, osuuslaji EUR Wh

Andelsklasse under Globale High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	2014	2015	2016
Afkast i EUR (pct.)*	-	-	÷3,68	÷6,57	17,19
Benchmarkafkast i EUR (pct.)*	-	-	÷1,57	÷4,02	14,75
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	9,63	9,00	10,55
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	÷1.321	÷2.610	7.212
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	1,19	1,19	1,19
Investorers formue (t.DKK)	-	-	32.277	37.314	105.091
Antal andele	-	-	450.000	555.562	1.339.996
Stykstørrelse i DKK	-	-	10	10	10

\* 2014 dækker en periode på mindre end 12 måneder

<b>KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK</b>	<b>1.1.-31.12.2016</b>	<b>1.1.-31.12.2015</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen	7.873	÷2.191
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	662	419
<b>Klassens resultat</b>	<b>7.212</b>	<b>÷2.610</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Formueværdi i 1.000 DKK		
Investorers formue primo	37.314	32.277
Emissioner i året	60.842	7.598
Indløsninger i året	÷701	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	425	48
Overførsel af periodens resultat	7.212	÷2.610
<b>Investorers formue ultimo</b>	<b>105.091</b>	<b>37.314</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	555.562	450.000
Emissioner i året	794.883	105.562
Indløsninger i året	÷10.449	0
<b>Andele ultimo året</b>	<b>1.339.996</b>	<b>555.562</b>

## Global High Yield Obligation, klasse NOK h

Andelsklasse under Globale High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindekoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer i high-yield virksomhedsobligationer d.v.s. obligationer med lav kreditkvalitet. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteudviklingen for high yield virksomhedsobligationer. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet.

### Markedet

Efter negative afkast i andet halvår 2015 indledte det globale high yield-obligationsmarked 2016 med yderligere fald. Faldende olie- og råvarepriser samt frygt for økonomisk opbremsning i Kina, som ville smitte negativt af på væksten i den globale økonomi, førte til meget negative afkast på globale high yield-obligationer i januar og februar 2016. Udviklingen på det globale high yield-marked vendte imidlertid, da olieprisen begyndte at stige fra det rekordlave niveau, og der kom positive økonomiske nøgletal, samt den europæiske centralbank (ECB) leverede flere kvantitative lempelser end ventet. Ved udgangen af første kvartal var afkastet på globale high yield-obligationer igen positivt og fortsatte derefter med at stige.

Da afkastene nu igen var i positivt territorium, begyndte investorerne på det globale high yield-marked at fokusere på makroøkonomiske begivenheder, som kunne få den positive udvikling til at bremse eller vende helt. At Storbritannien valgte at forlade EU (Brexit), det amerikanske præsidentvalg og den italienske forfatningsafstemning blev alle betragtet som begivenheder, der potentielt kunne få alvorlige konsekvenser for finansmarkederne. Alle tre begivenheder fik et udfald, som investorerne havde forudset ville have negativ påvirkning på finansmarkederne, men stigningerne fortsatte ufortrødent. Årets to sidste væsentlige begivenheder var de sidste rentemøder i centralbankerne, og hverken ECB's fortsættelse af obligationsopkøbsprogrammet eller den amerikanske centralbanks (Fed) renteforhøjelse på 0,25 procentpoint blev opfattet negativt i markedet.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et afkast på 18,26 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 16,35 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet positiv renteudvikling i forhold til vores forventninger og lavere merrente i forhold til sammenlignelige statsobligationer.

### Vurdering af resultatet

Andelsklassen havde mere risiko end benchmark, da vi vurderede, at der var vækst i de store økonomier, og at opbremsningen i kinesisk økonomi kun ville få begrænsede effekt på USA og Europa. Andelsklassen klarede sig dårligere end benchmark i starten af 2016, hvor en lavere oliepris og manglende risikovillighed blandt investorerne fortsat påvirkede udviklingen. Andelsklassen begyndte at overhale benchmark, da vores selskaber begyndte at rapportere bedre resultater end ventet, og ledelserne for selskaberne meldte om positive fremtidsudsigter.

Kreditvurderingsmæssigt klarede obligationer med en lavere kreditvurdering sig bedre end dem med en højere kreditvurdering. Derfor bidrog vores undervægt af BB-obligationer og overvægt af CCC-obligationer samt obligationer med en kreditvurdering lavere end CCC positivt til andelsklassens afkast.

### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: November 2013
Risikoindeks (1-7): 4
Benchmark: Barclays Capital Global High Yield Index excl. CMBS, EMG & Non-senior financials (2% issuer capped) hedged against NOK.
Fondskode: DK0060517316
Porteføljegiver: ING

### Varigheder

0-1 år	9,9%
1-3 år	30,2%
3-5 år	29,7%
5-10 år	24,2%
Over 10 år	0,8%
Øvrige inkl. likvide	5,2%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,40
Standardafvigelse	6,52
Tracking error	1,50
Information Ratio	÷0,86
Sharpe Ratio (benchm.)	0,68
Standardafvigelse (benchm.)	5,62

## Global High Yield Obligasjon, klasse NOK h

Andelsklasse under Globale High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

Geografisk var der positivt bidrag fra overvægten af USA og undervægten af Europa og Asien, da amerikansk økonomi fortsat klarede sig godt og havde et større afkastpotentiale end Europa.

Energisektorer udgør en stor del af det globale high yield-obligationsmarked med eksponering til den amerikanske skifergasindustri. Andelsklassen var overordnet set eksponeret neutralt til energi i forhold til benchmark. Inden for energi var der en overvægt af olieproducenterne Alta Mesa Holdings, Denbury Resources, Legacy Reserves og Resolute Energy, som bidrog positivt til afkastet, mens manglende eksponering til olie- og naturgasproducenten Chesapeake Energy og offshore-boreselskabet Transocean trak ned i afkastet. Positioneringen inden for råvaresektoren bidrog desuden positivt til afkastet, da overvægten af kobber- og guldmineselskabet Thompson Creek gav et højt afkast, mens vores undervægt af mineselskabet Anglo American omvendt trak lidt ned i afkastet.

### Særlige risici i forbindelse med markedsudviklingen i 2017

Vi ser en række risikofaktorer, som kan påvirke afkastet på globale high yield-obligationer i 2017. Der er risiko for potentiel overophedning af amerikansk økonomi, da USA allerede har eller er tæt på fuld beskæftigelse samt stigende inflation. De forventede politiske ændringer fra Trump-administrationen vil stimulere den amerikanske økonomi, som allerede vokser hurtigere end den langsigtede potentielle vækstrate. Skattelettelser med deraf følgende forbrugsstigninger kan få inflationen til at stige til over Feds målsætning på 2 pct. og tvinge centralbanken til at hæve renten hurtigere end forventet.

Indsnævringen af merrenten i forhold til tilsvarende statsobligationer (kreditspænd) på high yield-obligationer har opvejet stigningen i de amerikanske statsrenter. Kreditspændene er nu på et niveau, som ligger i den lave ende siden finanskrisen, så hvis Fed hæver renten hurtigere end forventet, er der risiko for, at kreditspændene ikke kan kompensere for øget obligationssalg. Denne risiko påvirker investeringsstrategien og high yield-obligationsmarkedet som helhed. Ved indgangen af året er der en undervægt til BB-obligationer og en overvægt af CCC-obligationer, hvilket bør afdække en stor del af renterisiko. Såfremt der kommer mere omfattende frasalg af high yield-obligationer, vil det dog kunne udløse forholdsvis dramatiske fald i CCC-obligationerne som følge af faldende likviditet og refinansieringsrisiko. Samtidig er CCC-udstedere ikke i samme grad i stand til at absorbere højere renteomkostninger, og de ville med højere renter opleve en forværring af kreditforholdene.

Selvom vi ikke forventer en recession inden for de kommende 12 måneder, vil en kraftig stigning i inflationen muligvis kunne medføre en hurtig styrkelse af USD, som vil gøre

amerikanske varer mindre konkurrencedygtige på eksportmarkedet, hvilket igen vil medføre en forringelse af kreditforholdene hos high yield-obligationsudstedere samt en højere misligholdelsesrate.

Kina risikerer en opbremsning i væksten. Den relativt pæne økonomiske udvikling i Kina i 2016 var i høj grad gældsbaaseret, og Kina er fortsat meget højt gældssat. Selvom kinesisk økonomi synes at bevæge sig væk fra et eksportdrevet marked til fordel for et forbrugsdrevet marked, bliver det svært at håndtere denne omstilling med en tung gældsbyrde. Vi har ved indgangen til året en undervægt til Asien, men en afsmittende virkning fra Kina på global og amerikansk økonomi udgør en risiko for vores investeringsstrategi.

### Forventninger til markedet samt strategi

USA og Europa sluttede 2016 af med ganske gunstige markedsforhold – begge regioner oplever pæn vækst, beskæftigelsen er i bedring, og inflationen er langsomt på vej op. Kina er sværere at vurdere, for selvom forholdene nu er mere positive, så skyldes det formentlig omfattende støtte fra regeringen, som ventes at blive reduceret fremover. På baggrund af disse økonomiske faktorer, et mere begrænset antal udstedelser i high yield samt en faldende misligholdelsesrate som følge af stigende oliepriser, har markedet for globale high yield-obligationer gode vilkår til at opnå gode afkast.

Trump-regeringen og Republikanernes flertal i begge kamre ventes at føre til skattelettelser og mindre bureaukrati, men med disse fordele følger højere renter som følge af kraftig økonomisk vækst og et større udbud af amerikanske statsobligationer. Da high yield-obligationer normalt leverer pæne afkast i perioder med stigende renter, som ofte går hånd i hånd med økonomisk vækst, forventer vi, at kreditspændene vil køre yderligere ind.

Da kreditspændene ventes at indsnævre, har vi ved indgangen af året positioneret andelsklassen med større kreditrisiko end benchmark og holdt renterisiko neutral eller under benchmark. Med hensyn til olie holder vi vores overordnede risikoeksponering til olie nogenlunde neutral, mens vi forsøger at skabe merafkast gennem vores valg af obligationer relateret til olie. Geografisk vurderer vi, at USA er mere attraktiv end Europa grundet den øgede økonomiske vækst og store tillid blandt investorerne.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Global High Yield Obligasjon, klasse NOK h

Andelsklasse under Globale High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	2013	2014	2015	2016
Afkast i NOK (pct.)*	-	1,33	1,09	÷5,49	18,26
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	1,26	3,72	÷2,84	16,35
Sharpe Ratio i NOK	-	-	-	-	0,40
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	101,33	102,43	96,81	114,48
Nettoresultat (t.DKK)*	-	631	÷10.895	÷52.696	39.263
Administrationsomkostninger (pct.)	-	1,23	1,25	1,24	1,24
Investorers formue (t.DKK)	-	170.057	144.204	224.108	32.612
Antal andele	-	1.880.569	1.715.215	2.982.723	347.832
Stykstørrelse i DKK	-	100	100	100	100

\* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

<b>KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK</b>	<b>1.1.-31.12.2016</b>	<b>1.1.-31.12.2015</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen	26.847	÷24.349
Klassespecifikke transaktioner:		
Terminsføretninger	14.328	÷24.694
Administrationsomkostninger	1.913	3.653
<b>Klassens resultat</b>	<b>39.263</b>	<b>÷52.696</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorers formue primo	224.108	144.204
Emissioner i året	17.032	217.656
Indløsninger i året	÷249.440	÷87.030
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	1.650	1.974
Overførsel af periodens resultat	39.263	÷52.696
<b>Investorers formue ultimo</b>	<b>32.612</b>	<b>224.108</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	2.982.723	1.715.215
Emissioner i året	185.307	2.388.586
Indløsninger i året	÷2.820.198	÷1.121.078
<b>Andele ultimo året</b>	<b>347.832</b>	<b>2.982.723</b>

## Globala High Yield-obligationer, klass SEK h

Andelsklasse under Globale High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer i high-yield virksomhedsobligationer d.v.s. obligationer med lav kreditkvalitet. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for high yield virksomhedsobligationer. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet.

### Markedet

Efter negative afkast i andet halvår 2015 indledte det globale high yield-obligationsmarked 2016 med yderligere fald. Faldende olie- og råvarepriser samt frygt for økonomisk opbremsning i Kina, som ville smitte negativt af på væksten i den globale økonomi, førte til meget negative afkast på globale high yield-obligationer i januar og februar 2016. Udviklingen på det globale high yield-marked vendte imidlertid, da olieprisen begyndte at stige fra det rekordlave niveau, og der kom positive økonomiske nøgletal, samt den europæiske centralbank (ECB) leverede flere kvantitative lempelser end ventet. Ved udgangen af første kvartal var afkastet på globale high yield-obligationer igen positivt og fortsatte derefter med at stige.

Da afkastene nu igen var i positivt territorium, begyndte investorerne på det globale high yield-marked at fokusere på makroøkonomiske begivenheder, som kunne få den positive udvikling til at bremse eller vende helt. At Storbritannien valgte at forlade EU (Brexit), det amerikanske præsidentvalg og den italienske forfatningsafstemning blev alle betragtet som begivenheder, der potentielt kunne få alvorlige konsekvenser for finansmarkederne. Alle tre begivenheder fik et udfald, som investorerne havde forudset ville have negativ påvirkning på finansmarkederne, men stigningerne fortsatte ufortrødent. Årets to sidste væsentlige begivenheder var de sidste rentemøder i centralbankerne, og hverken ECB's fortsættelse af obligationsopkøbsprogrammet eller den amerikanske centralbanks (Fed) renteforhøjelse på 0,25 procentpoint blev opfattet negativt i markedet.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et afkast på 16,56 pct. målt i SEK, mens benchmark steg 14,41 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet positiv renteutvikling i forhold til vores forventninger og lavere merrente i forhold til sammenlignelige statsobligationer.

### Vurdering af resultatet

Andelsklassen havde mere risiko end benchmark, da vi vurderede, at der var vækst i de store økonomier, og at opbremsningen i kinesisk økonomi kun ville få begrænsede effekt på USA og Europa. Andelsklassen klarede sig dårligere end benchmark i starten af 2016, hvor en lavere oliepris og manglende risikovillighed blandt investorerne fortsat påvirkede udviklingen. Andelsklassen begyndte at overhale benchmark, da vores selskaber begyndte at rapportere bedre resultater end ventet, og ledelserne for selskaberne meldte om positive fremtidsudsigter.

Kreditvurderingsmæssigt klarede obligationer med en lavere kreditvurdering sig bedre end dem med en højere kreditvurdering. Derfor bidrog vores undervægt af BB-obligationer og overvægt af CCC-obligationer samt obligationer med en kreditvurdering lavere end CCC positivt til andelsklassens afkast.

### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: December 2012
Risikoindikator (1-7): 4
Benchmark: Barclays Capital Global High Yield Index excl. CMBS, EMG & Non-senior financials (2% issuer capped) hedged against SEK.
Fondskode: DK0060486173
Porteføljerådgiver: ING

### Varigheder

0-1 år	9,5%
1-3 år	29,2%
3-5 år	28,7%
5-10 år	23,4%
Over 10 år	0,8%
Øvrige inkl. likvide	8,4%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,39
Standardafvigelse	6,59
Tracking error	1,58
Information Ratio	-0,92
Sharpe Ratio (benchm.)	0,70
Standardafvigelse (benchm.)	5,60

## Globala High Yield-obligationer, klass SEK h

Andelsklasse under Globale High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

Geografisk var der positivt bidrag fra overvægten af USA og undervægten af Europa og Asien, da amerikansk økonomi fortsat klarede sig godt og havde et større afkastpotentiale end Europa.

Energisektorer udgør en stor del af det globale high yield-obligationsmarked med eksponering til den amerikanske skifergasindustri. Andelsklassen var overordnet set eksponeret neutralt til energi i forhold til benchmark. Inden for energi var der en overvægt af olieproducenterne Alta Mesa Holdings, Denbury Resources, Legacy Reserves og Resolute Energy, som bidrog positivt til afkastet, mens manglende eksponering til olie- og naturgasproducenten Chesapeake Energy og offshore-boreselskabet Transocean trak ned i afkastet. Positioneringen inden for råvaresektoren bidrog desuden positivt til afkastet, da overvægten af kobber- og guldmineselskabet Thompson Creek gav et højt afkast, mens vores undervægt af mineselskabet Anglo American omvendt trak lidt ned i afkastet.

### Særlige risici i forbindelse med markedsudviklingen i 2017

Vi ser en række risikofaktorer, som kan påvirke afkastet på globale high yield-obligationer i 2017. Der er risiko for potentiel overophedning af amerikansk økonomi, da USA allerede har eller er tæt på fuld beskæftigelse samt stigende inflation. De forventede politiske ændringer fra Trump-administrationen vil stimulere den amerikanske økonomi, som allerede vokser hurtigere end den langsigtede potentielle vækstrate. Skattelettelser med deraf følgende forbrugsstigninger kan få inflationen til at stige til over Feds målsætning på 2 pct. og tvinge centralbanken til at hæve renten hurtigere end forventet.

Indsnævringen af merrenten i forhold til tilsvarende statsobligationer (kreditspænd) på high yield-obligationer har opvejet stigningen i de amerikanske statsrenter. Kreditspændene er nu på et niveau, som ligger i den lave ende siden finanskrisen, så hvis Fed hæver renten hurtigere end forventet, er der risiko for, at kreditspændene ikke kan kompensere for øget obligationssalg. Denne risiko påvirker investeringsstrategien og high yield-obligationsmarkedet som helhed. Ved indgangen af året er der en undervægt til BB-obligationer og en overvægt af CCC-obligationer, hvilket bør afdække en stor del af renterisikoen. Såfremt der kommer mere omfattende frasalg af high yield-obligationer, vil det dog kunne udløse forholdsvis dramatiske fald i CCC-obligationerne som følge af faldende likviditet og refinansieringsrisiko. Samtidig er CCC-udstedere ikke i samme grad i stand til at absorbere højere rentekostninger, og de ville med højere renter opleve en forværring af kreditforholdene.

Selvom vi ikke forventer en recession inden for de kommende 12 måneder, vil en kraftig stigning i inflationen muligvis kunne medføre en hurtig styrkelse af USD, som vil gøre ame-

rikanske varer mindre konkurrencedygtige på eksportmarkedet, hvilket igen vil medføre en forringelse af kreditforholdene hos high yield-obligationsudstedere samt en højere misligholdelsesrate.

Kina risikerer en opbremsning i væksten. Den relativt pæne økonomiske udvikling i Kina i 2016 var i høj grad gældsbaaseret, og Kina er fortsat meget højt gældsset. Selvom kinesisk økonomi synes at bevæge sig væk fra et eksportdrevet marked til fordel for et forbrugsdrevet marked, bliver det svært at håndtere denne omstilling med en tung gældsbyrde. Vi har ved indgangen til året en undervægt til Asien, men en afsmittende virkning fra Kina på global og amerikansk økonomi udgør en risiko for vores investeringsstrategi.

### Forventninger til markedet samt strategi

USA og Europa sluttede 2016 af med ganske gunstige markedsforhold – begge regioner oplever pæn vækst, beskæftigelsen er i bedring, og inflationen er langsomt på vej op. Kina er sværere at vurdere, for selvom forholdene nu er mere positive, så skyldes det formentlig omfattende støtte fra regeringen, som ventes at blive reduceret fremover. På baggrund af disse økonomiske faktorer, et mere begrænset antal udstedelser i high yield samt en faldende misligholdelsesrate som følge af stigende oliepriser, har markedet for globale high yield-obligationer gode vilkår til at opnå gode afkast.

Trump-regeringen og Republikanernes flertal i begge kamre ventes at føre til skattelettelser og mindre bureaukrati, men med disse fordele følger højere renter som følge af kraftigere økonomisk vækst og et større udbud af amerikanske statsobligationer. Da high yield-obligationer normalt leverer pæne afkast i perioder med stigende renter, som ofte går hånd i hånd med økonomisk vækst, forventer vi, at kreditspændene vil køre yderligere ind.

Da kreditspændene ventes at indsnævre, har vi ved indgangen af året positioneret andelsklassen med større kreditrisiko end benchmark og holdt renterisikoen neutral eller under benchmark. Med hensyn til olie holder vi vores overordnede risikoeksponering til olie nogenlunde neutral, mens vi forsøger at skabe merafkast gennem vores valg af obligationer relateret til olie. Geografisk vurderer vi, at USA er mere attraktiv end Europa grundet den øgede økonomiske vækst og store tillid blandt investorerne.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Globala High Yield-obligationer, klass SEK h

Andelsklasse under Globale High Yield-Obligationer – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast i SEK (pct.)*	0,73	6,91	÷0,10	÷6,86	16,56
Benchmarkafkast i SEK (pct.)*	-	8,26	2,83	÷3,84	14,41
Sharpe Ratio i SEK	-	-	-	÷0,11	0,39
Indre værdi (DKK pr. andel)	100,73	107,69	107,59	100,21	116,80
Nettoresultat (t.DKK)*	2.826	8.804	÷31.201	÷40.671	61.732
Administrationsomkostninger (pct.)	1,30	1,25	1,24	1,24	1,24
Investorers formue (t.DKK)	214.130	409.828	314.722	793.685	205.352
Antal andele	2.443.757	4.511.880	3.718.488	9.719.796	2.265.711
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

\* 2012 dækker en periode på mindre end 12 måneder

KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	112.003	÷53.020
Klassenspecifikke transaktioner:		
Terminforretninger	÷42.430	19.040
Administrationsomkostninger	7.841	6.691
<b>Klassens resultat</b>	<b>61.732</b>	<b>÷40.671</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorers formue primo	793.685	314.722
Emissioner i året	11.511	576.497
Indløsninger i året	÷665.910	÷61.174
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	4.334	4.311
Overførsel af periodens resultat	61.732	÷40.671
<b>Investorers formue ultimo</b>	<b>205.352</b>	<b>793.685</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	9.719.796	3.718.488
Emissioner i året	135.359	6.733.377
Indløsninger i året	÷7.589.444	÷732.069
<b>Andele ultimo året</b>	<b>2.265.711</b>	<b>9.719.796</b>



## Globale Lange Indeksobligationer KL

Globale indeksobligationer, hvor afkastet er knyttet til udviklingen i inflationsindeks indenfor OECD. Porteføljens beregnede varighed vil svare til varigheden for en lang indeksobligation. Hovedparten af afdelingens investeringer afdækkes mod danske kroner. Afdelingen er aktivt styret.

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Da afdelingen investerer i indeksobligationer primært udstedt af OECD-lande eller er garanteret af et eller flere OECD-lande, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for indeksobligationer globalt. Afdelingen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet.

### Markedet

2016 markerede et vendepunkt for investorerens syn på inflation. Efter flere år med faldende inflationsforventninger,

steg forventningerne i 2016. Det skyldtes blandt andet det forhold, at prisen på olie og andre råvarer begyndte at stige efter de seneste års dramatiske fald. Dernæst bevirkede briternes beslutning om at forlade EU, at inflationsforventningerne i Storbritannien steg, idet den britiske valuta svækkedes. Endelig steg inflationsforventningerne i USA, som følge af valget af Donald Trump som præsident. Donald Trump's politiske dagsorden indebærer lempelig finanspolitik, handelsrestriktioner og strengere immigrationspolitik. Det er alt sammen elementer, der ventes at føre til højere inflation.

Globale indeksobligationer gav et positivt afkast, idet realrenten faldt og inflationsforventningerne steg. Britiske indeksobligationer leverede det højeste afkast, som følge af en kraftig stigning i inflationsforventningerne. Globale indeksobligationer leverede et afkast, der var højere end sammenlignelige almindelige statsobligationer.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et positivt afkast på 7,71 pct., mens benchmarket steg 8,55 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet positiv renteutvikling i forhold til vores forventninger, stigende råvarepriser og stigende inflationsforventninger.

### Vurdering af resultatet

Afdelingen havde et positivt bidrag til det relative afkast fra en overvægt i japanske og italienske indeksobligationer mod slutningen af 2016. Afdelingen havde et negativt bidrag til det relative afkast fra en undervægt i britiske indeksobligationer og en overvægt i australske indeksobligationer.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Den største risiko ved markedsudviklingen i 2016 er, at væksten accelererer kraftigt, uden at inflationen tiltager. I det miljø vil alle renter stige, herunder også realrenterne på indeksobligationer.

### Afdelingens profil

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Juli 2009
Risikoindikator [1-7]: 4
Benchmark: Barclays World Govt Inflation-Linked Bond Index All Maturities hedget til DKK
Fondskode: DK0060187771
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Varigheder

0-1 år	10,3%
1-3 år	12,4%
3-5 år	40,2%
5-10 år	17,5%
Over 10 år	20,1%
Øvrige inkl. likvide	±0,5%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,83
Standardafvigelse	5,60
Tracking error	0,55
Information Ratio	±0,57
Sharpe Ratio (benchm.)	0,93
Standardafvigelse (benchm.)	5,33

## *Globale Lange Indeksobligationer KL*

### **Forventninger til markedet samt strategi**

Vi forventer, at væksten i verdensøkonomien fortsætter i 2017 hjulpet på vej af lempelig finans- og pengepolitik. Inflationen ventes at tiltage, og vi ser en god sandsynlighed for at den amerikanske centralbank på sigt vil lade inflationen overstige målsætningen på 2 pct., og kun hæve renten i et moderat tempo. I Storbritannien forventer vi også, at centralbanken vil tillade højere inflation grundet den politiske usikkerhed, som følge af briternes beslutning om at forlade EU. I euroland er inflationen fortsat meget lav og langt fra den europæiske centralbanks målsætning om tæt på 2 pct. inflation.

I det skitserede miljø venter vi svagt stigende renter. Vi forventer, at indeksobligationer vil give et højere afkast end sammenlignelige almindelige statsobligationer, idet inflationsforventningerne ventes at tiltage yderligere.

Ved årets indgang har afdelingen en overvægt af lange canadiske indeksobligationer mod en undervægt af lange amerikanske indeksobligationer. Der er desuden en overvægt af lange britiske indeksobligationer mod en undervægt af korte britiske indeksobligationer. I euroområdet har afdelingen en overvægt af korte indeksobligationer mod en undervægt af lange indeksobligationer. Endelig har afdelingen en overvægt generelt af japanske indeksobligationer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at der opnås et lavt, men positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Globale Lange Indeksobligationer KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK		31.12.2016 1.000 DKK	31.12.2015 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	8.345	11.551	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	12	13	Indestående i depotselskab	3.272	2.333
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>8.333</b>	<b>11.538</b>	<b>I alt likvide midler</b>	<b>3.272</b>	<b>2.333</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab:</b>			<b>Obligationer:</b>		
Obligationer	52.408	69.418	Not. obl. fra danske udstedere	2.581	42.256
Afledte finansielle instr.	15.548	÷59.305	Not. obl. fra udl. udstedere	939.417	933.214
Valutakonti	1.946	÷36.748	Unoterede obligationer	28.434	32.236
Øvrige aktiver/passiver	0	0	<b>I alt obligationer</b>	<b>970.432</b>	<b>1.007.706</b>
4 Handelsomkostninger	0	0	<b>Afl. finansielle instr.:</b>		
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>69.902</b>	<b>÷26.635</b>	Unot. afl. finansielle instr.	4.312	22.222
<b>I alt indtægter</b>	<b>78.235</b>	<b>÷15.098</b>	<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>4.312</b>	<b>22.222</b>
5 Administrationsomkostninger	7.039	7.957	<b>Andre aktiver:</b>		
<b>Resultat før skat</b>	<b>71.196</b>	<b>÷23.054</b>	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	3.540	3.123
Skat	0	0	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>3.540</b>	<b>3.123</b>
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>71.196</b>	<b>÷23.054</b>	<b>Aktiver i alt</b>	<b>981.555</b>	<b>1.035.384</b>
<b>Resultatdisponering</b>			<b>Passiver</b>		
Overført til udlodning næste år	845	÷70.968	7 Investorerers formue	969.258	1.032.985
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	845	÷70.968	<b>Afledte finansielle instrumenter:</b>		
Overført til formuen	70.351	47.914	Unot. afl. finansielle instr.	12.181	1.351
<b>I alt disponeret</b>	<b>71.196</b>	<b>÷23.054</b>	<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>12.181</b>	<b>1.351</b>
			<b>Anden gæld:</b>		
			Skyldige omkostninger	115	53
			Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	994
			<b>I alt anden gæld</b>	<b>115</b>	<b>1.048</b>
			<b>Passiver i alt</b>	<b>981.555</b>	<b>1.035.384</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	4,76	÷6,67	9,02	÷2,10	7,71
Benchmarkafkast (pct.)	5,23	÷6,00	8,81	÷1,80	8,55
Sharpe Ratio	1,96	0,56	0,41	÷0,02	0,83
Indre værdi (DKK pr. andel)	110,53	93,32	101,74	99,60	107,27
Nettoresultat (t.DKK)	127.442	÷154.723	151.814	÷23.054	71.196
Udbytte (DKK pr. andel)	10,80	0,00	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	0,64	0,63	0,65	0,69	0,74
ÅOP	0,86	0,84	0,84	0,78	0,78
Omsætningshastighed (antal gange)	0,86	1,12	1,42	1,36	1,41
Investorerers formue (t.DKK)	2.431.429	2.177.697	1.235.090	1.032.985	969.258
Antal andele	21.998.868	23.335.818	12.139.852	10.371.514	9.035.283
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

## Globale Lange Indeksobligationer KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	4	10
Noterede obligationer fra danske udstedere	18	28
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	7.995	10.826
Unoterede obligationer	327	687
I alt renteindtægter	8.345	11.551

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	12	13
I alt renteudgifter	12	13

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	1.137	÷214
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	51.457	66.302
Unoterede obligationer	÷186	3.330
Terminsforretninger/futures m.m.	15.548	÷59.305
Valutakonti	1.946	÷36.748
Øvrige aktiver/passiver	0	0
I alt kursgevinster og -tab	69.902	÷26.635

Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
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	2016		2015	
	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	5.707	0	6.334	0
Fast administrationshonorar	1.332	0	1.622	0
I alt opdelte adm.omk.	7.039	0	7.957	0
I alt adm.omkostninger		7.039		7.957

Note 6: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK	2016	2015
Renter og udbytter	8.333	11.538
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	0	13
Kursgevinst til udlodning	65.918	42.464
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	4.610	20.993
Udlodning overført fra sidste år	÷70.968	÷145.976
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	7.893	÷70.968
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	7.039	7.957
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷9	657
I alt til rådighed for udlodning, brutto	845	÷78.267
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	0	÷7.299
I alt til rådighed for udlodning, netto	845	÷70.968

Note 7: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerens formue primo	10.371.514	1.032.985	12.139.852	1.235.090
Emissioner i året	1.389.910	145.788	943.000	96.074
Indløsninger i året	÷2.726.141	÷281.397	÷2.711.338	÷275.721
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		687		595
Overførsel af periodens resultat		70.351		47.914
Overført til udlodning næste år		845		÷70.968
I alt investorenes formue	9.035.283	969.258	10.371.514	1.032.985

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,2	94,4
Øvrige finansielle instrumenter	2,1	5,1
I alt finansielle instrumenter	99,3	99,6
Øvrige aktiver og passiver	0,7	0,4
I alt	100,0	100,0

### Underliggende eksponering ved valuta-termisforretninger i 1.000 DKK

Valuta	Eksponering 2016
AUD	÷4.706
CAD	÷23.171
DKK	947.133
EUR	÷211.794
GBP	÷244.638
JPY	÷39.286
NZD	÷5.132
USD	÷426.583

Danske Bank er modpart ved de afledte finansielle instrumenter.

## *Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende KL*

Globale indeksobligationer, hvor afkastet er knyttet til udviklingen i inflationsindeks indenfor OECD.

Porteføljens beregnede varighed vil svare til varigheden for en lang indeksobligation. Valutarisikoen er begrænset, da andelsklasserne valutaafdækkes mod deres udstedelsesvaluta. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingen udbydes i fire andelsklasser:

- Global Realrente Obligasjon, klasse NOK h
- Globala Realräntor, klass SEK h
- Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende, klasse DKK h
- Reaalikorko Maailma, osuuslaji EUR h

Afdelingens ledelsesberetning og det samlede regnskab omfattende resultat af investeringer m.m., som foretages fælles for klasserne, samt resultat af klassernes egne valutaafdækninger og omkostninger findes på de følgende sider:

Noter for de enkelte klasser findes også på de følgende sider:

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

## Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015	31.12.2016	31.12.2015	
	1.000 DKK	1.000 DKK	1.000 DKK	1.000 DKK	
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	16.770	18.292	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	32	33	Indestående i depotselskab		
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>16.738</b>	<b>18.259</b>	<b>I alt likvide midler</b>		
			7.060		
			7.060		
<b>3 Kursgevinster og -tab:</b>			<b>Obligationer:</b>		
Obligationer	111.546	97.885	Not. obl. fra danske udstedere		
Afledte finansielle instr.	14.260	÷83.993	Not. obl. fra udl. udstedere		
Valutakonti	÷474	÷53.937	Unoterede obligationer		
Øvrige aktiver/passiver	0	÷4	<b>I alt obligationer</b>		
4 Handelsomkostninger	0	0	2.151.741		
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>125.332</b>	<b>÷40.049</b>	1.731.233		
			<b>Afl. finansielle instr.:</b>		
<b>I alt indtægter</b>	<b>142.070</b>	<b>÷21.790</b>	Unot. afl. finansielle instr.		
			11.705		
			<b>I alt afledte finansielle instr.</b>		
5 Administrationsomkostninger	14.130	12.754	11.705		
			39.266		
			39.266		
<b>Resultat før skat</b>	<b>127.940</b>	<b>÷34.543</b>	<b>Andre aktiver:</b>		
Skat	0	0	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.		
			7.849		
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>127.940</b>	<b>÷34.543</b>	Mellemvær. vedr. handelsafv.		
			473		
			<b>I alt andre aktiver</b>		
<b>Resultatdisponering</b>			8.322		
Overført til formuen	127.940	÷34.543	<b>Aktiver i alt</b>		
			2.178.828		
<b>I alt disponeret</b>	<b>127.940</b>	<b>÷34.543</b>	1.780.993		
			<b>Passiver</b>		
			6 Investorers formue		
			2.150.209		
			1.777.936		
			<b>Afledte finansielle instrumenter:</b>		
			Unot. afl. finansielle instr.		
			28.363		
			2.964		
			<b>I alt afledte finansielle instr.</b>		
			28.363		
			2.964		
			<b>Anden gæld:</b>		
			Skyldige omkostninger		
			256		
			93		
			<b>I alt anden gæld</b>		
			256		
			93		
			<b>Passiver i alt</b>		
			2.178.828		
			1.780.993		

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Nettoresultat (t.DKK)	179.696	÷300.624	256.999	÷34.543	127.940
Omsætningshastighed (antal gange)	0,90	1,15	1,39	1,28	1,39
Investorerers formue (t.DKK)	4.342.889	3.858.324	1.841.626	1.777.936	2.150.209

## Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	11	12
Noterede obligationer fra danske udstedere	32	44
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	16.120	17.175
Unoterede obligationer	607	1.061
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>16.770</b>	<b>18.292</b>

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	32	33
<b>I alt renteudgifter</b>	<b>32</b>	<b>33</b>

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	1.962	÷479
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	109.179	93.655
Unoterede obligationer	405	4.708
Terminsforsretninger/futures m.m.	14.260	÷83.993
Valutakonti	÷474	÷53.937
Øvrige aktiver/passiver	0	÷4
Handelsomkostninger	0	0
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>125.332</b>	<b>÷40.049</b>

Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	0	0
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	11.360	0	10.100	0
Fast administrationshonorar	2.770	0	2.653	0
I alt opdelte adm.omk.	14.130	0	12.754	0
<b>I alt adm.omkostninger</b>		<b>14.130</b>		<b>12.754</b>

Note 6: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo		1.777.936		1.841.626
Emissioner i året		434.630		199.737
Indløsninger i året		÷191.232		÷229.517
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		935		633
Overførsel af periodens resultat		127.940		÷34.543
<b>I alt investorenes formue</b>		<b>2.150.209</b>		<b>1.777.936</b>

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,1	94,4
Øvrige finansielle instrumenter	2,2	5,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>99,3</b>	<b>99,4</b>
Øvrige aktiver og passiver	0,7	0,6
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

### Underliggende eksponering ved valuta-terminsforsretninger i 1.000 DKK

Valuta	Eksponering 2016
AUD	÷16.820
CAD	÷52.163
DKK	2.103.326
EUR	÷468.166
GBP	÷543.135
JPY	÷86.307
NOK	2
NZD	÷10.259
SEK	÷137
USD	÷946.522

Danske Bank er modpart ved de afledte finansielle instrumenter.

## Global Realrente Obligasjon, klasse NOK h

Andelsklasse under Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Da andelsklassen investerer i indeksobligationer primært udstedt af OECD-lande eller er garanteret af et eller flere OECD-lande, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for indeksobligationer globalt. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet.

### Markedet

2016 markerede et vendepunkt for investorernes syn på inflation. Efter flere år med faldende inflationsforventninger, steg forventningerne i 2016. Det skyldtes blandt andet det forhold, at prisen på olie og andre råvarer begyndte at stige efter de seneste års dramatiske fald. Dernæst bevirkede briternes beslutning om at forlade EU, at inflationsforventningerne i Storbritannien steg, idet den britiske valuta svækkedes. Endelig steg inflationsforventningerne i USA, som følge af valget af Donald Trump som præsident. Donald Trump's politiske dagsorden indebærer lempelig finanspolitik, handelsrestriktioner og strengere immigrationspolitik. Det er alt sammen elementer, der ventes at føre til højere inflation.

Globale indeksobligationer gav et positivt afkast, idet realrenten faldt og inflationsforventningerne steg. Britiske indeksobligationer leverede det højeste afkast, som følge af en kraftig stigning i inflationsforventningerne. Globale indeksobligationer leverede et afkast, der var højere end sammenlignelige almindelige statsobligationer.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et positivt afkast på 9,22 pct. målt i NOK, mens benchmarket steg 10,09 pct. målt i NOK. Afkastet var således tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet positiv renteutvikling i forhold til vores forventninger, stigende råvarepriser og stigende inflationsforventninger.

### Vurdering af resultatet

Andelsklassen havde et positivt bidrag til det relative afkast fra en overvægt i japanske og italienske indeksobligationer mod slutningen af 2016. Andelsklassen havde et negativt bidrag til det relative afkast fra en undervægt i britiske indeksobligationer og en overvægt i australske indeksobligationer.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Den største risiko ved markedsudviklingen i 2016 er, at væksten accelererer kraftigt, uden at inflationen tiltager. I det miljø vil alle renter stige, herunder også realrenterne på indeksobligationer.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at væksten i verdensøkonomien fortsætter i 2017 hjulpet på vej af lempelig finans- og pengepolitik. Inflationen ventes at tiltage, og vi ser en god sandsynlighed for at den amerikanske centralbank på sigt vil lade inflationen overstige målsætningen på 2 pct., og kun hæve renten i et moderat tempo. I Storbritannien forventer vi også, at centralbanken vil tillade højere inflation grundet den politiske usikkerhed, som følge af briternes beslutning om at forlade EU. I euroland er inflationen fortsat meget lav og langt fra den europæiske centralbanks målsætning om tæt på 2 pct. inflation.

### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: November 2013
Risikoindikator (1-7): 4
Benchmark: Barclays World Govt Inflation Linked-Bond index All Maturities hedget til NOK
Fondskode: DK0060517589
Porteføljegrådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Varigheder

0-1 år	10,4%
1-3 år	12,6%
3-5 år	40,1%
5-10 år	17,3%
Over 10 år	20,1%
Øvrige inkl. likvide	÷0,5%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,91
Standardafvigelse	5,59
Tracking error	0,68
Information Ratio	0,06
Sharpe Ratio (benchm.)	0,95
Standardafvigelse (benchm.)	5,28



## *Global Realrente Obligasjon, klasse NOK h*

Andelsklasse under Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende KL

I det skitserede miljø venter vi svagt stigende renter. Vi forventer, at indeksobligationer vil give et højere afkast end sammenlignelige almindelige statsobligationer, idet inflationsforventningerne ventes at tiltage yderligere.

Ved årets indgang har andelsklassen en overvægt af lange canadiske indeksobligationer mod en undervægt af lange amerikanske indeksobligationer. Der er desuden en overvægt af lange britiske indeksobligationer mod en undervægt af korte britiske indeksobligationer. I euroområdet har andelsklassen en overvægt af korte indeksobligationer mod en undervægt af lange indeksobligationer. Endelig har andelsklassen en overvægt generelt af japanske indeksobligationer.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at der opnås et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Global Realrente Obligasjon, klasse NOK h

Andelsklasse under Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	2013	2014	2015	2016
Afkast i NOK (pct.)*	-	÷1,78	11,68	÷0,18	9,22
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	÷1,42	10,58	÷0,11	10,09
Sharpe Ratio i NOK	-	-	-	-	0,91
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	98,22	109,69	109,49	119,58
Nettoresultat (t.DKK)*	-	÷1.421	6.978	÷698	÷187
Administrationsomkostninger (pct.)	-	0,71	0,70	0,69	0,69
Investorers formue (t.DKK)	-	54.532	13.466	12.245	218.594
Antal andele	-	622.162	149.579	144.104	2.232.019
Stykstørrelse i DKK	-	100	100	100	100

\* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

<b>KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK</b>	<b>1.1.-31.12.2016</b>	<b>1.1.-31.12.2015</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷27	177
Klassespecifikke transaktioner:		
Terminforretninger	132	÷782
Administrationsomkostninger	292	93
<b>Klassens resultat</b>	<b>÷187</b>	<b>÷698</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorers formue primo	12.245	13.466
Emissioner i året	206.266	207
Indløsninger i året	÷41	÷731
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	310	1
Overførsel af periodens resultat	÷187	÷698
<b>Investorers formue ultimo</b>	<b>218.594</b>	<b>12.245</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	144.104	149.579
Emissioner i året	2.088.332	2.201
Indløsninger i året	÷418	÷7.675
<b>Andele ultimo året</b>	<b>2.232.019</b>	<b>144.104</b>

## Globala Realräntor, klass SEK h

Andelsklasse under Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindekatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Da andelsklassen investerer i indeksobligationer primært udstedt af OECD-lande eller er garanteret af et eller flere OECD-lande, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for indeksobligationer globalt. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet.

### Markedet

2016 markerede et vendepunkt for investorerens syn på inflation. Efter flere år med faldende inflationsforventninger, steg forventningerne i 2016. Det skyldtes blandt andet det forhold, at prisen på olie og andre råvarer begyndte at stige efter de seneste års dramatiske fald. Dernæst bevirkede briternes beslutning om at forlade EU, at inflationsforventningerne i Storbritannien steg, idet den britiske valuta svækkedes. Endelig steg inflationsforventningerne i USA, som følge af valget af Donald Trump som præsident. Donald Trump's politiske dagsorden indebærer lempelig finanspolitik, handels-

restriktioner og strengere immigrationspolitik. Det er alt sammen elementer, der ventes at føre til højere inflation.

Globale indeksobligationer gav et positivt afkast, idet realrenten faldt og inflationsforventningerne steg. Britiske indeksobligationer leverede det højeste afkast, som følge af en kraftig stigning i inflationsforventningerne. Globale indeksobligationer leverede et afkast, der var højere end sammenlignelige almindelige statsobligationer.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et positivt afkast på 7,51 pct. målt i SEK, mens benchmarket steg 8,42 pct. målt i SEK. Afkastet var således tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet positiv renteutvikling i forhold til vores forventninger, stigende råvarepriser og stigende inflationsforventninger.

### Vurdering af resultatet

Andelsklassen havde et positivt bidrag til det relative afkast fra en overvægt i japanske og italienske indeksobligationer mod slutningen af 2016. Andelsklassen havde et negativt bidrag til det relative afkast fra en undervægt i britiske indeksobligationer og en overvægt i australske indeksobligationer.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Den største risiko ved markedsudviklingen i 2016 er, at væksten accelererer kraftigt, uden at inflationen tiltager. I det miljø vil alle renter stige, herunder også realrenterne på indeksobligationer.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at væksten i verdensøkonomien fortsætter i 2017 hjulpet på vej af lempelig finans- og pengepolitik. Inflationen ventes at tiltage, og vi ser en god sandsynlighed for at den amerikanske centralbank på sigt vil lade inflationen overstige målsætningen på 2 pct., og kun hæve renten i et moderat tempo. I Storbritannien forventer vi også, at cen-

#### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: August 2010
Risikoindeksator [1-7]: 4
Benchmark: Barclays World Govt Inflation Linked-Bond index All Maturities hedget til SEK
Fondskode: DK0060485605
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

#### Varigheder

0-1 år	10,1%
1-3 år	12,3%
3-5 år	39,2%
5-10 år	16,9%
Over 10 år	19,7%
Øvrige inkl. likvide	1,8%

#### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,85
Standardafvigelse	5,64
Tracking error	0,59
Information Ratio	÷0,55
Sharpe Ratio (benchm.)	0,96
Standardafvigelse (benchm.)	5,32

## *Globala Realräntor, klass SEK h*

Andelsklasse under Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende KL

tralbanken vil tillade højere inflation grundet den politiske usikkerhed, som følge af briternes beslutning om at forlade EU. I euroland er inflationen fortsat meget lav og langt fra den europæiske centralbanks målsætning om tæt på 2 pct. inflation.

I det skitserede miljø venter vi svagt stigende renter. Vi forventer, at indeksobligationer vil give et højere afkast end sammenlignelige almindelige statsobligationer, idet inflationsforventningerne ventes at tiltage yderligere.

Ved årets indgang har andelsklassen en overvægt af lange canadiske indeksobligationer mod en undervægt af lange amerikanske indeksobligationer. Der er desuden en overvægt af lange britiske indeksobligationer mod en undervægt af korte britiske indeksobligationer. I euroområdet har andelsklassen en overvægt af korte indeksobligationer mod en undervægt af lange indeksobligationer. Endelig har andelsklassen en overvægt generelt af japanske indeksobligationer.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at der opnås et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Globala Realräntor, klass SEK h

Andelsklasse under Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast i SEK (pct.)	6,66	÷5,59	9,97	÷1,90	7,51
Benchmarkafkast i SEK (pct.)	7,33	÷4,91	9,54	÷1,42	8,42
Sharpe Ratio i SEK	-	0,48	0,46	0,02	0,85
Indre værdi (DKK pr. andel)	117,39	110,83	121,87	119,55	128,53
Nettoreultat (t.DKK)	2.563	÷13.225	7.392	1.132	2.497
Administrationsomkostninger (pct.)	0,71	0,68	0,69	0,69	0,69
Investorers formue (t.DKK)	28.226	202.922	84.732	107.362	114.764
Antal andele	276.410	2.171.625	884.069	1.102.052	1.150.611
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

<b>KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK</b>	<b>1.1.-31.12.2016</b>	<b>1.1.-31.12.2015</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen	8.350	÷729
Klassenspecifikke transaktioner:		
Terminsforsætninger	÷5.091	2.572
Administrationsomkostninger	762	711
<b>Klassens resultat</b>	<b>2.497</b>	<b>1.132</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorers formue primo	107.362	84.732
Emissioner i året	12.316	30.029
Indløsninger i året	÷7.440	÷8.622
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	30	92
Overførsel af periodens resultat	2.497	1.132
<b>Investorers formue ultimo</b>	<b>114.764</b>	<b>107.362</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	1.102.052	884.069
Emissioner i året	123.377	305.974
Indløsninger i året	÷74.818	÷87.991
<b>Andele ultimo året</b>	<b>1.150.611</b>	<b>1.102.052</b>

## Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende klasse DKK h

Andelsklasse under Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Da andelsklassen investerer i indeksobligationer primært udstedt af OECD-lande eller er garanteret af et eller flere OECD-lande, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for indeksobligationer globalt. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet.

### Markedet

2016 markerede et vendepunkt for investorernes syn på inflation. Efter flere år med faldende inflationsforventninger, steg forventningerne i 2016. Det skyldtes blandt andet det forhold, at prisen på olie og andre råvarer begyndte at stige efter de seneste års dramatiske fald. Dernæst bevirkede briternes beslutning om at forlade EU, at inflationsforventningerne i Storbritannien steg, idet den britiske valuta svækkedes. Endelig steg inflationsforventningerne i USA, som følge af valget af Donald Trump som præsident. Donald Trump's politiske dagsorden indebærer lempelig finanspolitik, handelsrestriktioner og strengere immigrationspolitik. Det er alt sammen elementer, der ventes at føre til højere inflation.

Globale indeksobligationer gav et positivt afkast, idet realrenten faldt og inflationsforventningerne steg. Britiske indeksobligationer leverede det højeste afkast, som følge af en kraftig stigning i inflationsforventningerne. Globale indeksobligationer leverede et afkast, der var højere end sammenlignelige almindelige statsobligationer.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et positivt afkast på 7,67 pct., mens benchmarket steg 8,55 pct. Afkastet var således tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet positiv renteutvikling i forhold til vores forventninger, stigende råvarepriser og stigende inflationsforventninger.

### Vurdering af resultatet

Andelsklassen havde et positivt bidrag til det relative afkast fra en overvægt i japanske og italienske indeksobligationer mod slutningen af 2016. Andelsklassen havde et negativt bidrag til det relative afkast fra en undervægt i britiske indeksobligationer og en overvægt i australske indeksobligationer.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Den største risiko ved markedsudviklingen i 2016 er, at væksten accelererer kraftigt, uden at inflationen tiltager. I det miljø vil alle renter stige, herunder også realrenterne på indeksobligationer.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at væksten i verdensøkonomien fortsætter i 2017 hjulpet på vej af lempelig finans- og pengepolitik. Inflationen ventes at tiltage, og vi ser en god sandsynlighed for at den amerikanske centralbank på sigt vil lade inflationen overstige målsætningen på 2 pct., og kun hæve renten i et moderat tempo. I Storbritannien forventer vi også, at centralbanken vil tillade højere inflation grundet den politiske usikkerhed, som følge af briternes beslutning om at forlade EU. I euroland er inflationen fortsat meget lav og langt fra den europæiske centralbanks målsætning om tæt på 2 pct. inflation.

### Andelsklassens profil

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: November 2008
Risikoindikator (1-7): 4
Benchmark: Barclays World Govt Inflation Linked-Bond index All Maturities hedget til DKK
Fondskode: DK0060140705
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Varigheder

0-1 år	10,4%
1-3 år	12,6%
3-5 år	40,1%
5-10 år	17,3%
Over 10 år	20,1%
Øvrige inkl. likvide	÷0,5%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,83
Standardafvigelse	5,59
Tracking error	0,57
Information Ratio	÷0,57
Sharpe Ratio (benchm.)	0,93
Standardafvigelse (benchm.)	5,33

## *Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende klasse DKK h*

Andelsklasse under Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende KL

I det skitserede miljø venter vi svagt stigende renter. Vi forventer, at indeksobligationer vil give et højere afkast end sammenlignelige almindelige statsobligationer, idet inflationsforventningerne ventes at tiltage yderligere.

Ved årets indgang har andelsklassen en overvægt af lange canadiske indeksobligationer mod en undervægt af lange amerikanske indeksobligationer. Der er desuden en overvægt af lange britiske indeksobligationer mod en undervægt af korte britiske indeksobligationer. I euroområdet har andelsklassen en overvægt af korte indeksobligationer mod en undervægt af lange indeksobligationer. Endelig har andelsklassen en overvægt generelt af japanske indeksobligationer.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at der opnås et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende klasse DKK h

Andelsklasse under Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	4,77	÷6,71	9,03	÷2,11	7,67
Benchmarkafkast (pct.)	5,23	÷6,00	8,81	÷1,80	8,55
Sharpe Ratio	1,93	0,57	0,40	÷0,03	0,83
Indre værdi (DKK pr. andel)	143,15	133,55	145,61	142,54	153,47
Nettoresultat (t.DKK)	161.863	÷271.343	235.552	÷35.196	124.909
Administrationsomkostninger (pct.)	0,65	0,66	0,64	0,69	0,74
ÅOP	0,87	0,86	0,83	0,78	0,78
Investorerens formue (t.DKK)	4.090.429	3.421.585	1.722.025	1.648.214	1.805.837
Antal andele	23.446.234	25.621.228	11.826.895	11.563.531	11.766.971
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

<b>KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK</b>	<b>1.1.-31.12.2016</b>	<b>1.1.-31.12.2015</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen	137.911	÷23.345
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	13.002	11.851
<b>Klassens resultat</b>	<b>124.909</b>	<b>÷35.196</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorerens formue primo	1.648.214	1.722.025
Emissioner i året	211.461	161.373
Indløsninger i året	÷179.329	÷200.471
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	582	484
Overførsel af periodens resultat	124.909	÷35.196
<b>Investorerens formue ultimo</b>	<b>1.805.837</b>	<b>1.648.214</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	11.563.531	11.826.895
Emissioner i året	1.400.630	1.108.278
Indløsninger i året	÷1.197.190	÷1.371.642
<b>Andele ultimo året</b>	<b>11.766.971</b>	<b>11.563.531</b>



## Reaalikorko Maailma, osuuslaji EUR h

Andelsklasse under Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Da andelsklassen investerer i indeksobligationer primært udstedt af OECD-lande eller er garanteret af et eller flere OECD-lande, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for indeksobligationer globalt. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet.

### Markedet

2016 markerede et vendepunkt for investorenes syn på inflation. Efter flere år med faldende inflationsforventninger, steg forventningerne i 2016. Det skyldtes blandt andet det forhold, at prisen på olie og andre råvarer begyndte at stige efter de seneste års dramatiske fald. Dernæst bevirkede briternes beslutning om at forlade EU, at inflationsforventningerne i Storbritannien steg, idet den britiske valuta svækkedes. Endelig steg inflationsforventningerne i USA, som følge af valget af Donald Trump som præsident. Donald Trump's politiske dagsorden indebærer lempelig finanspolitik, handelsrestriktioner og strengere immigrationspolitik. Det er alt sammen elementer, der ventes at føre til højere inflation.

Globale indeksobligationer gav et positivt afkast, idet realrenten faldt og inflationsforventningerne steg. Britiske indeksobligationer leverede det højeste afkast, som følge af en kraftig stigning i inflationsforventningerne. Globale indeksobligationer leverede et afkast, der var højere end sammenlignelige almindelige statsobligationer.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et positivt afkast på 7,81 pct. målt i EUR, mens benchmarket steg 8,60 pct. målt i EUR. Afkastet var således tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet positiv renteutvikling i forhold til vores forventninger, stigende råvarepriser og stigende inflationsforventninger.

### Vurdering af resultatet

Andelsklassen havde et positivt bidrag til det relative afkast fra en overvægt i japanske og italienske indeksobligationer mod slutningen af 2016. Andelsklassen havde et negativt bidrag til det relative afkast fra en undervægt i britiske indeksobligationer og en overvægt i australske indeksobligationer.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Den største risiko ved markedsudviklingen i 2016 er, at væksten accelererer kraftigt, uden at inflationen tiltager. I det miljø vil alle renter stige, herunder også realrenterne på indeksobligationer.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at væksten i verdensøkonomien fortsætter i 2017 hjulpet på vej af lempelig finans- og pengepolitik. Inflationen ventes at tiltage, og vi ser en god sandsynlighed for at den amerikanske centralbank på sigt vil lade inflationen overstige målsætningen på 2 pct., og kun hæve renten i et moderat tempo. I Storbritannien forventer vi også, at centralbanken vil tillade højere inflation grundet den politiske usikkerhed, som følge af briternes beslutning om at forlade EU. I euroland er inflationen fortsat meget lav og langt fra den europæiske centralbanks målsætning om tæt på 2 pct. inflation.

### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: August 2010
Risikoindikator [1-7]: 4
Benchmark: Barclays World Govt Inflation Linked-Bond index All Maturities hedget til EUR
Fondskode: DK0060485282
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Varigheder

0-1 år	10,4%
1-3 år	12,6%
3-5 år	40,2%
5-10 år	17,3%
Over 10 år	20,1%
Øvrige inkl. likvide	±0,6%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,91
Standardafvigelse	5,63
Tracking error	0,78
Information Ratio	0,04
Sharpe Ratio (benchm.)	0,96
Standardafvigelse (benchm.)	5,31

## *Reaalikorko Maailma, osuuslaji EUR h*

Andelsklasse under Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende KL

I det skitserede miljø venter vi svagt stigende renter. Vi forventer, at indeksobligationer vil give et højere afkast end sammenlignelige almindelige statsobligationer, idet inflationsforventningerne ventes at tiltage yderligere.

Ved årets indgang har afdelingen en overvægt af lange canadiske indeksobligationer mod en undervægt af lange amerikanske indeksobligationer. Der er desuden en overvægt af lange britiske indeksobligationer mod en undervægt af korte britiske indeksobligationer. I euroområdet har afdelingen en overvægt af korte indeksobligationer mod en undervægt af lange indeksobligationer. Endelig har afdelingen en overvægt generelt af japanske indeksobligationer.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at der opnås et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Reaalikorko Maailma, osuuslaji EUR h

Andelsklasse under Globale Lange Indeksobligationer – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast i EUR (pct.)	4,72	÷6,55	10,21	÷1,53	7,81
Benchmarkafkast i EUR (pct.)	5,55	÷5,76	9,00	÷1,26	8,60
Sharpe Ratio i EUR	-	0,39	0,37	0,03	0,91
Indre værdi (DKK pr. andel)	11,56	10,81	11,91	11,73	12,64
Nettoreultat (t.DKK)	15.270	÷14.635	7.077	219	721
Administrationsomkostninger (pct.)	0,71	0,70	0,70	0,69	0,69
Investorers formue (t.DKK)	224.233	179.285	21.404	10.115	11.015
Antal andele	2.599.000	2.223.647	241.194	115.583	117.170
Stykstørrelse i DKK	10	10	10	10	10

<b>KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK</b>	<b>1.1.-31.12.2016</b>	<b>1.1.-31.12.2015</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen	821	198
Klassespecifikke transaktioner:		
Terminsforetninger	÷25	120
Administrationsomkostninger	74	99
<b>Klassens resultat</b>	<b>721</b>	<b>219</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorers formue primo	10.115	21.404
Emissioner i året	4.587	8.128
Indløsninger i året	÷4.423	÷19.692
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	14	56
Overførsel af periodens resultat	721	219
<b>Investorers formue ultimo</b>	<b>11.015</b>	<b>10.115</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	115.583	241.194
Emissioner i året	51.165	91.732
Indløsninger i året	÷49.579	÷217.343
<b>Andele ultimo året</b>	<b>117.170</b>	<b>115.583</b>

## Globale Mellemlange Indeksobligationer KL

Globale indeksobligationer, hvor afkastet er knyttet til udviklingen i inflationsindeks indenfor OECD. Hovedparten af afdelingens investeringer afdækkes mod danske kroner. Afdelingen er aktivt styret.

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Da afdelingen investerer i indeksobligationer primært udstedt af OECD-lande eller er garanteret af et eller flere OECD-lande, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for indeksobligationer globalt. Afdelingen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet.

### Markedet

2016 markerede et vendepunkt for investorernes syn på inflation. Efter flere år med faldende inflationsforventninger steg forventningerne i 2016. Det skyldtes blandt andet det forhold, at prisen på olie og andre råvarer begyndte at stige efter de seneste års dramatiske fald. Dernæst bevirkede

briternes beslutning om at forlade EU, at inflationsforventningerne i Storbritannien steg, idet den britiske valuta svækkedes. Endelig steg inflationsforventningerne i USA, som følge af valget af Donald Trump til præsident. Donald Trump's politiske dagsorden indebærer lempelig finanspolitik, handelsrestriktioner og strengere immigrationspolitik. Det er alt sammen elementer, der ventes at føre til højere inflation.

Globale indeksobligationer gav et positivt afkast, idet realrenten faldt og inflationsforventningerne steg. Britiske indeksobligationer leverede det højeste afkast som følge af en kraftig stigning i inflationsforventningerne. Globale indeksobligationer leverede et afkast, der var højere end sammenlignelige almindelige statsobligationer.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et positivt afkast på 2,08 pct., mens benchmarket steg 2,91 pct. Afdelingens afkast var således mindre tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurrenter, men har indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet positiv renteutvikling i forhold til vores forventninger, stigende råvarepriser og stigende inflationsforventninger.

### Vurdering af resultatet

Afdelingen havde et positivt bidrag til det relative afkast fra en overvægt i japanske og italienske indeksobligationer mod slutningen af 2016. Afdelingen havde et negativt bidrag til det relative afkast fra en undervægt i britiske indeksobligationer og en overvægt i australske indeksobligationer.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Den største risiko ved markedsudviklingen i 2016 er, at væksten accelererer kraftigt, uden at inflationen tiltager. I det miljø vil alle renter stige, herunder også realrenterne på indeksobligationer.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at væksten i verdensøkonomien fortsætter i 2017 hjulpet på vej af lempelig finans- og pengepolitik. Inflationen ventes at tiltage, og vi ser en god sandsynlighed for

#### Afdelingens profil

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Juni 2014
Risikoindikator (1-7): 3
Benchmark: Barclays World Govt Inflation-Linked Bond 1-10Y Hedged to DKK
Fondskode: DK0060550523
Porteføljerrådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

#### Varigheder

0-1 år	5,2%
1-3 år	58,4%
3-5 år	36,3%
Over 10 år	0,4%
Øvrige inkl. likvide	÷0,3%

## *Globale Mellemlange Indeksobligationer KL*

at den amerikanske centralbank på sigt vil lade inflationen overstige målsætningen på 2 pct., og kun hæve renten i et moderat tempo. I Storbritannien forventer vi også, at centralbanken vil tillade højere inflation grundet den politiske usikkerhed, som følge af briternes beslutning om at forlade EU. I euroland er inflationen fortsat meget lav og langt fra den europæiske centralbanks målsætning om tæt på 2 pct. inflation.

I det skitserede miljø venter vi svagt stigende renter. Vi forventer, at indeksobligationer vil give et højere afkast end sammenlignelige almindelige statsobligationer, idet inflationsforventningerne ventes at tiltage yderligere.

Ved årets indgang har afdelingen en overvægt af 5-årige canadiske indeksobligationer. Der er desuden en overvægt af amerikanske 2-årige indeksobligationer mod en undervægt af 5-årige amerikanske indeksobligationer. Derudover har afdelingen en overvægt af lange britiske indeksobligationer mod en undervægt af korte britiske indeksobligationer. I euroområdet har afdelingen en overvægt af franske indeksobligationer mod en undervægt af tyske indeksobligationer. Endelig har afdelingen generelt en overvægt af japanske indeksobligationer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Globale Mellemlange Indeksobligationer KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015	31.12.2016	31.12.2015	
	1.000 DKK	1.000 DKK	1.000 DKK	1.000 DKK	
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	9.553	11.418	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	21	30	Indestående i depotselskab		
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>9.531</b>	<b>11.388</b>	<b>I alt likvide midler</b>		
			4.651		
			2.773		
			<b>4.651</b>		
<b>3 Kursgevinster og -tab:</b>			<b>Obligationer:</b>		
Obligationer	37.696	81.471	Not. obl. fra danske udstedere		
Afledte finansielle instr.	÷16.360	÷66.700	5.050		
Valutakonti	÷2.627	÷38.932	Not. obl. fra udl. udstedere		
4 Handelsomkostninger	0	÷14	1.276.564		
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>18.708</b>	<b>÷24.175</b>	Unoterede obligationer		
			0		
			<b>I alt obligationer</b>		
			1.281.613		
			962.040		
<b>I alt indtægter</b>	<b>28.239</b>	<b>÷12.787</b>	<b>Afl. finansielle instr.:</b>		
5 Administrationsomkostninger	7.745	9.205	Unot. afl. finansielle instr.		
			6.407		
			<b>I alt afledte finansielle instr.</b>		
			6.407		
			16.103		
			<b>16.103</b>		
<b>Resultat før skat</b>	<b>20.494</b>	<b>÷21.992</b>	<b>Andre aktiver:</b>		
Skat	0	0	Tilg.hav. renter; udbytter m.m.		
			3.482		
			Mellemvær. vedr. handelsafv.		
			10		
			<b>I alt andre aktiver</b>		
			3.492		
			2.929		
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>20.494</b>	<b>÷21.992</b>	<b>I alt aktiver</b>		
			1.296.163		
			<b>983.845</b>		
<b>Resultatdisponering</b>			<b>Passiver</b>		
6 Overført til udlodning næste år	÷43.521	÷30.975	7 Investorers formue		
Disponeret i alt vedr. udlodning	÷43.521	÷30.975	1.280.545		
Overført til formuen	64.015	8.983	983.252		
<b>I alt disponeret</b>	<b>20.494</b>	<b>÷21.992</b>	<b>Afledte finansielle instrumenter:</b>		
			Unot. afl. finansielle instr.		
			15.451		
			<b>I alt afledte finansielle instr.</b>		
			15.451		
			528		
			<b>528</b>		
			<b>Anden gæld:</b>		
			Skyldige omkostninger		
			168		
			<b>I alt anden gæld</b>		
			168		
			65		
			<b>65</b>		
			<b>Passiver i alt</b>		
			1.296.163		
			<b>983.845</b>		

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	2014	2015	2016
Afkast (pct.)*	-	-	÷0,48	÷1,82	2,08
Benchmarkafkast (pct.)*	-	-	÷0,65	÷1,25	2,91
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	99,52	97,71	99,74
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	÷16.578	÷21.992	20.494
Udbytte (DKK pr. andel)	-	-	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	0,65	0,69	0,74
ÅOP	-	-	0,84	0,78	0,78
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	0,97	1,40	1,60
Investorers formue (t.DKK)	-	-	1.248.723	983.252	1.280.545
Antal andele	-	-	12.547.431	10.063.070	12.838.713
Stykstørrelse i DKK	-	-	100	100	100

\* 2014 dækker en periode på mindre end 12 måneder

## Globale Mellemlange Indeksobligationer KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	3	2
Noterede obligationer fra danske udstedere	19	32
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	9.382	11.021
Unoterede obligationer	148	363
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>9.553</b>	<b>11.418</b>

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	21	30
<b>I alt renteudgifter</b>	<b>21</b>	<b>30</b>

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	1.147	÷126
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	36.516	80.342
Unoterede obligationer	33	1.254
Terminforretninger/futures m.m.	÷16.360	÷66.700
Valutakonti	÷2.627	÷38.932
Handelsomkostninger	0	÷14
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>18.708</b>	<b>÷24.175</b>

Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	0	÷17
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	3
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>0</b>	<b>÷14</b>

Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	6.280	0	7.335	0
Fast administrationshonorar	1.465	0	1.869	0
I alt opdelt adm.omk.	7.745	0	9.205	0
<b>I alt adm.omkostninger</b>		<b>7.745</b>		<b>9.205</b>

Note 6: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK	2016	2015
Renter og udbytter	9.531	11.388
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	0	30
Kursgevinst til udlodning	÷12.791	11.677
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	÷9.286	2.777
Udlodning overført fra sidste år	÷30.975	÷56.847
<b>Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger</b>	<b>÷43.521</b>	<b>÷30.975</b>
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	7.745	9.205
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷1.742	2.333
<b>I alt til rådighed for udlodning, brutto</b>	<b>÷53.008</b>	<b>÷37.846</b>
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	÷9.488	÷6.871
<b>I alt til rådighed for udlodning, netto</b>	<b>÷43.521</b>	<b>÷30.975</b>

Note 7: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele i 1.000 DKK	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele i 1.000 DKK	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerers formue primo	10.063.070	983.252	12.547.431	1.248.723
Emissioner i året	2.783.643	277.191	2.799.439	279.133
Indløsninger i året	÷8.000	÷801	÷5.283.800	÷523.122
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		409		510
Overførsel af periodens resultat		64.015		8.983
Overført til udlodning næste år		÷43.521		÷30.975
<b>I alt investorerens formue</b>	<b>12.838.713</b>	<b>1.280.545</b>	<b>10.063.070</b>	<b>983.252</b>

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	100,1	96,4
Øvrige finansielle instrumenter	÷0,7	3,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>99,4</b>	<b>99,4</b>
Øvrige aktiver og passiver	0,6	0,6
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

### Underliggende eksponering ved valuta-terminsforretninger i 1.000 DKK

Valuta	Eksponering 2016
AUD	÷17.973
CAD	÷57.540
DKK	1.249.407
EUR	÷256.836
GBP	÷99.695
JPY	÷64.242
NZD	÷3.077
USD	÷759.538

Danske Bank er modpart ved de afledte finansielle instrumenter.

## Globale Virksomhedsobligationer KL

Investorerer i obligationer, primært virksomhedsobligationer. Hovedparten af afdelingens investeringer vil være i euro eller afdækkes mod danske kroner eller euro. Afdelingen er aktivt styret.

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Afdelingen investerer i obligationer med hovedvægten på virksomhedsobligationer. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for virksomhedsobligationer globalt. Afdelingen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet.

### Markedet

Merrenten på investment grade obligationer set i forhold til tilsvarende statsobligationer (kreditspænd) blev indsnævret med 0,11 procentpoint i 2016.

Markedet startede 2016 negativt med stor bekymring for den globale vækst som resulterede i, at kreditspændene

steg markant og renterne faldt. I starten af marts øgede den europæiske centralbank (ECB) det månedlige obligationsopkøbsprogram med 20 mia. EUR og inkluderede også virksomhedsobligationer i programmet. Dette var startskuddet til en længere periode med faldende kreditspænd og renter. Selv ikke det overraskende afstemningsresultat i Storbritannien om at forlade EU (Brexit) og valget af Trump i USA formåede at vende den positive trend. I den sidste del af året steg renterne noget igen som følge af positive globale vækstforventninger, mens Italien blev kastet ud i en politisk krise, som gav anledning til bekymring for de italienske banker, der kæmper for at leve op til kapitalkravene.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 4,60 pct., mens benchmark steg 4,77 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet positiv renteutvikling i forhold til vores forventninger og lavere merrente i forhold til sammenlignelige statsobligationer.

### Vurdering af resultatet

Virksomhedsobligationer gav et positivt afkast i 2016 drevet af både et faldende renteniveau samt indsnævringen i kreditspændet. Det relative afkast var positivt påvirket af afdelingens overvægt i mineselskabet Glencore, som endte med at være det selskab, der gav det højeste afkast i 2016. Derudover var detailkæden Casino blandt de store bidragsydere. På sektorniveau gav forsikringssekskaberne det laveste relative afkast, mens forsyning og banker gav det højeste relative afkast. Hovedparten af det positive relative afkast kom fra obligationsudvælgelsen, mens også afdelingens større kursfølsomhed overfor kreditspændene bidrog positivt om end i mindre grad.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Største risici for afkastet vil være en større stigning i de underliggende statsrenter. Selvom ECB's opkøb af statsobligationer forventes at holde renterne lave i en længere periode, er der risiko for en afsmittende effekt fra stigende amerikan-

#### Afdelingens profil

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: December 2000
Risikoindikator (1-7): 3
Benchmark: Barclays Capital Euro-Aggregate 500MM Corp A-BBB. Indeks er hedget til DKK
Fondskode: DK0016075294
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

#### Varigheder

0-1 år	4,2%
1-3 år	20,0%
3-5 år	32,1%
5-10 år	40,4%
Over 10 år	1,4%
Øvrige inkl. likvide	1,9%

#### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	1,15
Standardafvigelse	3,19
Tracking error	0,56
Information Ratio	±0,30
Sharpe Ratio (benchm.)	1,33
Standardafvigelse (benchm.)	2,88



## Globale Virksomhedsobligationer KL

ske renter. USA er noget længere fremme i vækstcyklen end Europa og det er svært at se, at de europæiske renter ikke vil blive påvirket af en større stigning i de amerikanske renter. Skulle væksten i Europa og USA blive stærkere end antaget, kan der komme en forventning om stigende renter, som kan resultere i et negativt afkast i afdelingen.

### Forventninger til markedet samt strategi

Ved indgangen til 2017 er det svært at se samme positive scenarie udspille sig som i 2016, hvor der var faldende renter og kreditspænd, der var drevet af en lempelig pengepolitik fra centralbankerne, og derfor den helt afgørende faktor bag de positive afkast i 2016. Den amerikanske centralbank (Fed) hævede renten i december og varslede yderligere 3 rentestigninger i 2017, mens ECB forventes at holde den korte rente på et lavt niveau og fortsætte obligationsopkøbsprogrammet i 2017.

Vi forventer en moderat stigning i de lange renter og i kreditspændene, og at investorerne begynder at forberede sig på, at ECB gradvist nedtrapper de månedlige opkøb og vurderer på den baggrund, at kreditspændene på obligationer, der er kvalificeret til opkøb vil blive udvidet relativt mere end øvrige kreditobligationer.

Afdelingen er derfor ved indgangen til 2017 undervægtet de obligationer, som er en del af ECB's opkøbsprogram. Givet at kreditkurven er relativt flad, har vi en undervægt på kreditvarigheden i porteføljen. På landeniveau er vi overvægtet nordiske obligationer og undervægt amerikanske obligationer. Sidstnævnte undervægt forventes at blive reduceret i starten af året. Der er ligeledes en mindre overvægt på banker samt på hybridstedelser fra ikke-finansielle virksomheder.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Globale Virksomhedsobligationer KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	57.663	71.379	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	303	75	Indestående i depotselskab	43.323	76.687
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>57.360</b>	<b>71.304</b>	<b>I alt likvide midler</b>	<b>43.323</b>	<b>76.687</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab:</b>			<b>Obligationer:</b>		
Obligationer	49.099	÷64.102	Not. obl. fra danske udstedere	74.263	91.076
Afledte finansielle instr.	10.198	÷18.592	Not. obl. fra udl. udstedere	2.067.180	1.901.742
Valutakonti	683	5.086	Unoterede obligationer	4.364	0
Øvrige aktiver/passiver	1	÷1	<b>I alt obligationer</b>	<b>2.145.807</b>	<b>1.992.819</b>
4 Handelsomkostninger	÷74	÷328	<b>Afl. finansielle instr.:</b>		
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>59.906</b>	<b>÷77.937</b>	Unot. afl. finansielle instr.	1.100	248
<b>I alt indtægter</b>	<b>117.266</b>	<b>÷6.633</b>	<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>1.100</b>	<b>248</b>
5 Administrationsomkostninger	21.695	22.528	<b>Andre aktiver:</b>		
<b>Resultat før skat</b>	<b>95.571</b>	<b>÷29.160</b>	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	29.739	33.348
Skat	0	0	Mellemvær. vedr. handelsafv.	33	0
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>95.571</b>	<b>÷29.160</b>	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>29.772</b>	<b>33.348</b>
<b>Resultatdisponering</b>			<b>Aktiver i alt</b>	<b>2.220.002</b>	<b>2.103.101</b>
Foreslået udlodning	66.548	87.140	<b>Passiver</b>		
Overført til udlodning næste år	571	314	7 <b>Investorerers formue</b>	<b>2.218.177</b>	<b>2.097.971</b>
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	67.119	87.454	<b>Afledte finansielle instrumenter:</b>		
Overført til formuen	28.452	÷116.614	Unot. afl. finansielle instr.	15	2.122
<b>I alt disponeret</b>	<b>95.571</b>	<b>÷29.160</b>	<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>15</b>	<b>2.122</b>
			<b>Anden gæld:</b>		
			Skyldige omkostninger	361	123
			Mellemvær. vedr. handelsafv.	1.449	2.885
			<b>I alt anden gæld</b>	<b>1.810</b>	<b>3.008</b>
			<b>Passiver i alt</b>	<b>2.220.002</b>	<b>2.103.101</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	16,81	4,47	8,25	÷1,44	4,60
Benchmarkafkast (pct.)	13,93	2,37	8,24	÷1,11	4,77
Sharpe Ratio	1,25	1,13	2,66	1,04	1,15
Indre værdi (DKK pr. andel)	105,63	105,22	106,67	96,30	96,66
Nettoresultat (t.DKK)	497.005	136.398	222.629	÷29.160	95.571
Udbytte (DKK pr. andel)	5,00	6,90	9,10	4,00	2,90
Administrationsomkostninger (pct.)	0,99	0,98	0,99	0,99	0,99
ÅOP	1,26	1,23	1,22	1,07	1,06
Omsætningshastighed (antal gange)	0,41	0,44	0,54	0,57	0,65
Investorerers formue (t.DKK)	3.506.458	2.946.456	2.492.470	2.097.971	2.218.177
Antal andele	33.196.613	28.002.504	23.366.542	21.784.956	22.947.581
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

## Globale Virksomhedsobligationer KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	1	0
Noterede obligationer fra danske udstedere	1.689	2.278
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	55.909	69.101
Unoterede obligationer	7	0
Andre renteindtægter	58	0
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>57.663</b>	<b>71.379</b>

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	303	75
<b>I alt renteudgifter</b>	<b>303</b>	<b>75</b>

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	2.476	÷1.270
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	46.614	÷62.832
Unoterede obligationer	8	0
Terminsfremretninger/futures m.m.	5.903	÷20.698
Renteafregninger	4.294	2.106
Vælutakonti	683	5.086
Øvrige aktiver/passiver	1	÷1
Hændelsomkostninger	÷74	÷328
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>59.906</b>	<b>÷77.937</b>

Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷79	÷362
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	5	34
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>÷74</b>	<b>÷328</b>

Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	0	0
Managementhonorar	18.627	0	19.342	0
Fast administrationshonorar	3.068	0	3.186	0
<b>I alt opdelte adm.omk.</b>	<b>21.695</b>	<b>0</b>	<b>22.528</b>	<b>0</b>
<b>I alt adm.omkostninger</b>		<b>21.695</b>		<b>22.528</b>

Note 6: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK	2016	2015
Renter og udbytter	57.360	71.304
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	0	75
Kursgevinst til udlodning	30.432	40.866
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	992	÷5.268
Udlodning overført fra sidste år	314	2.114
<b>Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger</b>	<b>89.098</b>	<b>109.091</b>
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	21.695	22.528
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷285	890
<b>I alt til rådighed for udlodning, netto</b>	<b>67.119</b>	<b>87.454</b>

Note 7: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo	21.784.956	2.097.971	23.366.542	2.492.470
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷87.140		÷212.636
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		253		7.329
Emissioner i året	2.663.038	255.980	977.877	97.156
Indløsninger i året	÷1.500.413	÷145.441	÷2.559.463	÷257.794
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		983		607
Foreslået udlodning		66.548		87.140
Overførsel af periodens resultat		28.452		÷116.614
Overført til udlodning næste år		571		314
<b>I alt investorenes formue</b>	<b>22.947.581</b>	<b>2.218.177</b>	<b>21.784.956</b>	<b>2.097.971</b>

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,5	95,0
Øvrige finansielle instrumenter	0,2	÷0,1
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>96,8</b>	<b>94,9</b>
Øvrige aktiver og passiver	3,2	5,1
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

### Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi 2016	Markedsværdi 2015
4,375 DANICA PENSION FRN PERP/CALL	5.917	12.510
2,75 DANSKE BANK FRN 19/5-2014/2026	10.276	9.247
0,75 DANSKE BANK A/S 4/5-2015/2020	0	11.251
0,75 DANSKE BANK A/S 02/06-2016/2023	19.115	0
<b>I alt</b>	<b>35.308</b>	<b>33.008</b>

### Underliggende eksponering ved valuta-terminsfremretninger i 1.000 DKK

Valuta	Eksponering 2016
DKK	2.176.114
EUR	÷2.175.244

### Underliggende eksponering ved futures i 1.000 DKK

Solgte rentefutures, underliggende eksponering	93.872
Købte rentefutures, underliggende eksponering	130.172

### Netto position af sikkerheder i 1.000 DKK

Sikkerheder vedr. afledte finansielle instrumenter opgjort netto

Sikkerhed i form af:	
Likvide midler	2.702
<b>I alt sikkerhed</b>	<b>2.702</b>

Danske Bank er modpart ved de afledte finansielle instrumenter.

## *Horisont 20 – Akkumulerende KL*

Investerer i norske og udenlandske aktier og obligationer, herunder værdipapirer fra Emerging Markets-lande og virksomhederobligationer. Aktier kan maksimalt udgøre 30% af afdelingen. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Afdelingen udbydes i to andelsklasser:

- Horisont 20, klasse NOK
- Horisont 20, klasse NOK I

Afdelingens ledelsesberetning og det samlede regnskab omfattende resultat af investeringer m.m., som foretages fælles for klasserne, samt resultat af klassernes egne valutaafdækninger og omkostninger findes på de følgende sider:

Noter for de enkelte klasser findes også på de følgende sider:

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

## Horisont 20 – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	3.12.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 NOK	1.000 NOK		1.000 NOK	1.000 NOK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	902	21	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	2	0	Indestående i depotselskab	6.469	115
3 Udbytter	404	0	<b>I alt likvide midler</b>	<b>6.469</b>	<b>115</b>
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>1.303</b>	<b>21</b>	<b>Obligationer:</b>		
4 <b>Kursgevinster og -tab:</b>			Not. obl. fra udl. udstedere	68.270	17.054
Obligationer	118	8	Unoterede obligationer	3.029	0
Kapitalandele	11.557	265	<b>I alt obligationer</b>	<b>71.299</b>	<b>17.054</b>
Valutakonti	÷101	÷12	<b>Kapitalandele:</b>		
5 Handelsomkostninger	÷81	÷29	Inv-beviser i andre danske		
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>11.492</b>	<b>231</b>	inv- og specialforeninger	211.201	41.791
<b>I alt indtægter</b>	<b>12.795</b>	<b>252</b>	Inv-beviser i andre udl.		
6 Administrationsomkostninger	1.577	42	inv- og specialforeninger	83.855	23.007
<b>Resultat før skat</b>	<b>11.218</b>	<b>210</b>	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>295.056</b>	<b>64.799</b>
Skat	0	0	<b>Andre aktiver:</b>		
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>11.218</b>	<b>210</b>	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	739	272
<b>Resultatdisponering</b>			Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	605
Overført til formuen	11.218	210	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>739</b>	<b>877</b>
<b>I alt disponeret</b>	<b>11.218</b>	<b>210</b>	<b>Aktiver i alt</b>	<b>373.562</b>	<b>82.845</b>
			<b>Passiver</b>		
			7 <b>Investorerers formue</b>	<b>373.539</b>	<b>82.830</b>
			<b>Anden gæld:</b>		
			Skyldige omkostninger	13	16
			Mellemvær. vedr. handelsafv.	11	0
			<b>I alt anden gæld</b>	<b>24</b>	<b>16</b>
			<b>Passiver i alt</b>	<b>373.562</b>	<b>82.845</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	-	2015	2016
Nettoresultat (t.NOK)*	-	-	-	210	11.218
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	0,04	0,00
Investorerers formue (t.NOK)	-	-	-	82.830	373.539

\* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

## Horisont 20 – Akkumulerende KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 NOK	2016	2015
Indestående i depotselskab	26	4
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	841	18
Unoterede obligationer	35	0
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>902</b>	<b>21</b>

Note 2: Renteudgifter i 1.000 NOK	2016	2015
Andre renteudgifter	2	0
<b>I alt renteudgifter</b>	<b>2</b>	<b>0</b>

Note 3: Udbytter i 1.000 NOK	2016	2015
Inv.-beviser i andre udenlandske inv- og specialforeninger	404	0
<b>I alt udbytter</b>	<b>404</b>	<b>0</b>

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 NOK	2016	2015
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	93	8
Unoterede obligationer	25	0
Inv.-beviser i danske inv- og specialforeninger	7.860	88
Inv.-beviser i udenlandske inv- og specialforeninger	3.697	177
Valutakonti	÷ 101	÷ 12
Handelsomkostninger	÷ 81	÷ 29
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>11.492</b>	<b>231</b>

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 NOK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷ 81	÷ 29
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>÷ 81</b>	<b>÷ 29</b>

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 NOK	2016		2015	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	1.331	0	35	0
Fast administrationshonorar	246	0	7	0
I alt opdeltede adm.omk.	1.577	0	42	0
<b>I alt adm.omkostninger</b>		<b>1.577</b>		<b>42</b>

I administrationsomkostningerne indgår t.NOK 1.063 fra "Kursregulering af investeringsbeviser".

Note 7: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 NOK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 NOK
Investorerens formue primo		82.830		0
Emissioner i året		331.700		84.715
Indløsninger i året		+52.980		+2.190
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		770		94
Overførsel af periodens resultat		11.218		210
<b>I alt investoreernes formue</b>		<b>373.539</b>		<b>82.830</b>

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	45,9	51,7
Øvrige finansielle instrumenter	52,1	47,1
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>98,1</b>	<b>98,8</b>
Øvrige aktiver og passiver	1,9	1,2
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Inv.beviser i danske og udenlandske inv. og specialforeninger i 1.000 NOK

Beholdningen består af aktiebaserede afdelinger af danske og udenlandske investeringsforeninger. Specifikation findes i beholdningslisten jævnfør noten ovenfor.

I beholdningen indgår følgende unoterede investeringsforeninger, hvor afdelingen besidder mere end 5 pct. af kapitalen.

	Egenkapital 31.12.2016		Egenkapital 31.12.2015	
	Ejerandel	1.000 DKK	Ejerandel	1.000 DKK
USA, klasse NOK W	17,76	12.939	0,00	0
NyeMar0b-kl NOK h	5,56	436.905	0,00	0

## Horisont 20, klasse NOK

Andelsklasse under Horisont 20 – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer i aktier og obligationer – herunder i obligationer fra de nye markeder og virksomheder. Andelsklassen spreder dermed sine investeringer på flere aktivtyper, dvs. både aktier og obligationer. Fordelingen af aktier og obligationer er afhængig af vores forventninger til markedsudviklingen og under hensyn til den samlede risiko. Aktier skal minimum udgøre 10 pct. af andelsklassens formue og kan som hovedregel maksimalt udgøre 30 pct. af andelsklassens formue. Andelsklassen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer aktier og obligationer samt valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

Et særdeles begivenhedsrigt og på mange måder turbulent år på de finansielle markeder endte hovedsageligt med positive afkast for alle aktivklasser, trods store udsving undervejs. Året startede med en større nedtur på de finansielle markeder som en kombination af bekymringer for recession i USA, en faldende oliepris og frygt for valutakrise i Kina. Resultatet

var kraftige kursfald for både aktie og kreditobligationer, mens renterne på mere sikre obligationer faldt som følge af stigende efterspørgsel. Bekymringerne viste sig i løbet af første halvår at være stærkt overdrevne og markederne rettede sig, samtidig med at olieprisen også steg markant. Den positive stemning og stigende globale vækst blev dog midlertidigt bremset af det overraskende udfald af folkeafstemningen i Storbritannien, som hverken meningsmålinger eller de finansielle markeder havde forudset. Resultatet gav kortvarigt et kraftigt kursfald på aktiemarkederne, som dog hurtigt blev neutraliseret af centralbankernes løfter om fortsat lempelig pengepolitik. Året sluttede med endnu en politisk begivenhed; præsidentvalget i USA. Igen med et overraskende udfald, men igen med et hurtigt skifte fra faldende markeder til en positiv kursudvikling for langt de fleste aktivtyper, hvor de nye markeder dog blev efterladt med markante svækkelser af valutaerne.

Norsk økonomi klarede sig bedre end mange havde frygtet efter det kraftige fald i olieprisen de seneste år. I løbet af året er olieprisen steget markant, og er omkring det dobbelte af det laveste niveau vi nåede i januar. En medvirkende faktor til økonomien var også en kraftig stigning i boligpriserne, godt hjulpet af den lave rente.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et positivt afkast på 4,94 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 4,38 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således meget tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurrenter, og har indfriet vores forventning om et moderat positivt afkast grundet en overvægt af norske virksomhedsobligationer.

### Vurdering af resultatet

Det højere merafkast skyldes dels andelsklassens beholdning af norske obligationer, som klarede sig væsentlig bedre end benchmark. En væsentlig årsag til det var først og fremmest en høj andel af norske virksomhedsobligationer, der gav et væsentligt højere afkast end statsobligationer i perioden grundet en markant faldende renteforskel mellem virksomhedsobligationer og tilsvarende statsobligationer (kredit-spænd) i specielt første halvår af 2016. Også på aktiesiden

### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: December 2015

Risikoindikator [1-7]: 4

Benchmark: 28% OSE Statsobligasjonsindeks 3 år (ST4X), 28% OSE Statsindeks 3 mnd (ST1X), 8% Barclays Euro-Agg 500MM Corp A-BBB hedged til NOK, 8% Barclays Capital Global High Yield Index excl. CMBS, EMG & Non-senior financials (2% issuer capped) hedged against NOK, 8% JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified. Hedged til NOK, 11% MSCI World Index incl. net div målt i NOK, 2% MSCI Emerging Markets Index incl. net div målt i NOK, 7% Oslo Børs Fondsindeks (OSEFX)

Fondskode: DK0060656437

Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Formuefordeling

Udenlandske obl.	75,8%
Udenlandske akt.	22,5%
Øvrige inkl. likvide	1,7%

## Horisont 20, klasse NOK

### Andelsklasse under Horisont 20 – Akkumulerende KL

gav norske aktier et væsentlig bedre afkast end markedet, godt hjulpet af favorabel sektorallokering og papirvalg.

En anden væsentlig årsag til andelsklassens positive merafkast var en overvægt af virksomhedsobligationer med lav kreditvurdering mod virksomhedsobligationer med høj kreditvurdering. Risikofyldte obligationer nød generelt godt af fortsat lempelig pengepolitik fra centralbankerne og en generel forbedring af den globale økonomi. Sammen med stigende råvarepriser bidrog det til faldende kreditspænd. Modsat var en overvægt af obligationer fra nye markeder i lokal valuta negativ for merafkastet idet kurserne blev trukket ned af usikkerheden ovenpå det amerikanske præsidentvalg og deraf udsving i valutakurserne.

Allokeringen på aktiedelen af porteføljen har samlet set bidraget neutralt til merafkastet. Vi sænkede aktieandelen i andet kvartal frem mod folkeafstemningen i Storbritannien. Den umiddelbare reaktion var aktiekursfald, men markedet rettede sig hurtigt. Før valget i USA i november forventede vi, at Clinton ville vinde og blive ny præsident og fastholdt derfor risikoniveauet i andelsklassen på forventning om at resultatet ikke ville påvirke markedet. Mod forventning blev Trump valgt, men overraskende for mange medførte det både stigende renter og aktiekurser, fordi Trump valgte at fokusere sin retorik på vækst ved økonomisk stimuli.

Andelsklassen har gennem året haft en mindre overvægt af internationale virksomhedsobligationer, der har bidraget positivt til merafkast i forhold til benchmark. Desuden har udvælgelsen af obligationer indenfor specielt nye markeder givet et positivt bidrag. Modsat har en høj andel af nordiske kreditobligationer været negativt for merafkastet, idet afkastet var lavere end for europæiske virksomhedsobligationer med høj kreditvurdering og benchmark. Ligeledes negativt var en overvægt af obligationer fra nye markeder i lokal valuta, trods et flot afkast mod slutningen af året.

En række af de underliggende fonde gav særdeles høje positive afkast i 2016. Specielt afdelingerne med norske aktier med afkast på over 14 pct. målt i NOK og Danske Invest Nye Markeder Obligasjon, klasse NOK h med et afkast over 11 pct. målt i NOK skilte sig ud i et år hvor størsteparten af komponenterne bidrog positivt til andelsklassens samlede afkast. Beholdning af norske obligationer gav et samlet afkast på knapt 4 pct. målt i NOK.

#### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Ved indgangen til 2017 har andelsklassen investeret 22 pct. i aktier og 27 pct. af beholdningen i internationale virksomhedsobligationer samt statsobligationer fra nye markeder. Den resterende del er investeret i norske obligationer. Andelsklassens risiko er derfor både relateret til aktie- og kreditrisiko samt risikoen i forhold til renteutviklingen, både globalt og specielt i Norge.

Vi vurderer, at den største risiko for europæisk økonomi i 2017 vil være politisk usikkerhed. Vi står foran en række betydningsfulde valg hvor de mest centrale bliver i Frankrig og

Tyskland. I begge tilfælde truer den tiltagende populisme, og vi kan ikke på forhånd udelukke, at vi endnu engang må erkende, at de etablerede partier taber terræn og måske endda magten. Udfaldene af begge valg vil påvirke stemningen i hele Europa, men vi vurderer ikke, at begivenhederne for alvor vil sætte sig i europæisk økonomi. Desuden vil udsving i olieprisen fortsat være en betydelig risiko for udviklingen i norsk økonomi.

#### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at global økonomi vil levere robust vækst i 2017, og det er positivt for de børsnoterede virksomheder, hvis indtjening længe har været under pres grundet det svage globale vækstmiljø. Derfor er der udsigt til flot indtjeningsvækst i 2017. Ligeledes forventer vi, at alle de store økonomier vil fastholde lempelig både penge- og finanspolitik, og det vil medvirke til, at økonomierne vil fastholde de flotte takter, de viste ved udgangen af 2016.

I USA forventer vi at se en gradvis normalisering af pengepolitikken i lyset af et stramt arbejdsmarked med stigende lønninger og forbrugerpriser til følge. Derfor vil den amerikanske centralbank hæve renterne to til tre gange i løbet af året, uden at dette bremser væksten. Trump's løfter om lempeligere finanspolitik vil sandsynligvis påvirke væksten positivt.

I Europa forventer vi lempelig penge- og finanspolitik. I det lys forlængede Den Europæiske Centralbank (ECB) i december igen deres opkøbsprogram af obligationer. ECB vil bidrage positivt til væksten ved at holde renterne nede og euroen svag. Vi forventer, at Sydeuropa vil følge anbefalingen og lade de offentlige budgetter skride yderligere. Europa vil derfor vokse over sit langsigtede potentiale.

Vedrørende Kina forventer vi, at finanspolitikken bliver styret med hård hånd ligesom i 2016. Særligt forventer vi, at infrastrukturinvesteringer vil være med til at fastholde en vækst på omkring 6,5 procent. Politikken er grundlæggende uholdbar, men vi forventer ikke, at det vil resultere i en finansiel krise i 2017, idet centralbanken vil sikre, at der er rigeligt med likviditet.

Vi forventer at de norske renter forbliver lave gennem 2017, men udelukker ikke at renterne kan fortsætte stigningerne fra sidste halvdel af 2016. Norsk økonomi ser ud til at have kommet pænt over det værste chok fra faldet i olieprisen, men vi forventer at 2017 fortsat kan blive et svært år for olierelaterede selskaber.

Samlet set ser vi positivt på afkastmulighederne for 2017. Vi forventer positive afkast på aktier og virksomhedsobligationer, mens vi ikke forventer markante afkast på obligationer.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.



## Horisont 20, klasse NOK

Andelsklasse under Horisont 20 – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	-	2015	2016
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	0,30	4,94
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	÷0,09	4,38
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	100,30	105,25
Nettoresultat (t.NOK)*	-	-	-	102	7.733
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	0,90	0,90
Investorers formue (t.NOK)	-	-	-	45.257	224.230
Antal andele	-	-	-	451.232	2.130.466
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	100	100

\* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 NOK	1.1.-31.12.2016	3.12.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	8.867	128
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	1.134	26
<b>Klassens resultat</b>	<b>7.733</b>	<b>102</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 NOK</b>		
Investorers formue primo	45.257	0
Emissioner i året	203.115	47.287
Indløsninger i året	÷32.347	÷2.190
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	472	59
Overførsel af periodens resultat	7.733	102
<b>Investorers formue ultimo</b>	<b>224.230</b>	<b>45.257</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	451.232	0
Emissioner i året	1.998.863	473.221
Indløsninger i året	÷319.630	÷21.989
<b>Andele ultimo året</b>	<b>2.130.466</b>	<b>451.232</b>

## Horisont 20, klasse NOK I

Andelsklasse under Horisont 20 – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer i aktier og obligationer – herunder i obligationer fra de nye markeder og virksomheder. Andelsklassen spreder dermed sine investeringer på flere aktivtyper, dvs. både aktier og obligationer. Fordelingen af aktier og obligationer er afhængig af vores forventninger til markedsudviklingen og under hensyn til den samlede risiko. Aktier skal minimum udgøre 10 pct. af andelsklassens formue og kan som hovedregel maksimalt udgøre 30 pct. af andelsklassens formue. Andelsklassen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer aktier og obligationer samt valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

Et særdeles begivenhedsrigt og på mange måder turbulent år på de finansielle markeder endte hovedsageligt med positive afkast for alle aktivklasser, trods store udsving undervejs. Året startede med en større nedtur på de finansielle markeder som en kombination af bekymringer for recession i USA, en faldende oliepris og frygt for valutakrise i Kina. Resultatet var

kraftige kursfald for både aktie og kreditobligationer, mens renterne på mere sikre obligationer faldt som følge af stigende efterspørgsel. Bekymringerne viste sig i løbet af første halvår at være stærkt overdrevne og markederne rettede sig, samtidig med at olieprisen også steg markant. Den positive stemning og stigende globale vækst blev dog midlertidig bremset af det overraskende udfald af folkeafstemningen i Storbritannien, som hverken meningsmålinger eller de finansielle markeder havde forudset. Resultatet gav kortvarigt et kraftigt kursfald på aktiemarkederne, som dog hurtigt blev neutraliseret af centralbankernes løfter om fortsat lempelig pengepolitik. Året sluttede med endnu en politisk begivenhed; præsidentvalget i USA. Igen med et overraskende udfald, men igen med et hurtigt skifte fra faldende markeder til en positiv kursudvikling for langt de fleste aktivtyper, hvor de nye markeder dog blev efterladt med markante svækkelser af valutaerne. Norsk økonomi klarede sig bedre end mange havde frygtet efter det kraftige fald i olieprisen de seneste år. I løbet af året er olieprisen steget markant, og er omkring det dobbelte af det laveste niveau vi nåede i januar. En medvirkende faktor til økonomien var også en kraftig stigning i boligpriserne, godt hjulpet af den lave rente.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et positivt afkast på 5,18 pct. målt i NOK, mens benchmarket steg 4,38 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således meget tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurrenter, og har indfriet vores forventning om et moderat positivt afkast grundet en overvægt af norske virksomhedsobligationer.

### Vurdering af resultatet

Det højere merafkast skyldes dels andelsklassens beholdning af norske obligationer, som klarede sig væsentlig bedre end benchmark. En væsentlig årsag til det var først og fremmest en høj andel af norske virksomhedsobligationer, der gav et væsentligt højere afkast end statsobligationer i perioden grundet en markant faldende renteforskel mellem virksomhedsobligationer og tilsvarende statsobligationer (kreditspænd) i specielt første halvår af 2016. Også på aktiesiden gav norske aktier et væsentlig bedre afkast end markedet, godt hjulpet af favorabel sektorallokering og papirvalg.

### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: December 2015

Risikoindikator (1-7): 4

Benchmark: 28% OSE Statsobligationsindeks 3 år (ST4X), 28% OSE Statsindeks 3 mnd (ST1X), 8% Barclays Euro-Agg 500MM Corp A-BBB hedged til NOK, 8% Barclays Capital Global High Yield Index excl. CMBS, EMG & Non-senior financials (2% issuer capped) hedged against NOK, 8% JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified. Hedged til NOK, 11% MSCI World Index incl. net div målt i NOK, 2% MSCI Emerging Markets Index incl. net div målt i NOK, 7% Oslo Børs Fondsindeks (OSEFX)

Fondskode: DK0060656510

Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Formuefordeling

Udenlandske obl.	75,8%
Udenlandske akt.	22,5%
Øvrige inkl. likvide	1,7%

## Horisont 20, klasse NOK I

Andelsklasse under Horisont 20 – Akkumulerende KL

En anden væsentlig årsag til andelsklassens positive merafkast var en overvægt af virksomhedsobligationer med lav kreditvurdering mod virksomhedsobligationer med høj kreditvurdering. Risikofyldte obligationer nød generelt godt af fortsat lempelig pengepolitik fra centralbankerne og en generel forbedring af den globale økonomi. Sammen med stigende råvarepriser bidrog det til faldende kreditspænd. Modsat var en overvægt af obligationer fra nye markeder i lokal valuta negativ for merafkastet idet kurserne blev trukket ned af usikkerheden ovenpå det amerikanske præsidentvalg og deraf udsving i valutakurserne.

Allokeringen på aktiedelen af porteføljen har samlet set bidraget neutralt til merafkastet. Vi sænkede aktieandelen i andet kvartal frem mod folkeafstemningen i Storbritannien. Den umiddelbare reaktion var aktiekursfald, men markedet rettede sig hurtigt. Før valget i USA i november forventede vi, at Clinton ville vinde og blive ny præsident og fastholdt derfor risikoniveauet i andelsklassen på forventning om at resultatet ikke ville påvirke markedet. Mod forventning blev Trump valgt, men overraskende for mange medførte det både stigende renter og aktiekurser, fordi Trump valgte at fokusere sin retorik på vækst ved økonomisk stimuli.

Andelsklassen har gennem året haft en mindre overvægt af internationale virksomhedsobligationer, der har bidraget positivt til merafkast i forhold til benchmark. Desuden har udvælgelsen af obligationer indenfor specielt nye markeder givet et positivt bidrag. Modsat har en høj andel af nordiske kreditobligationer været negativt for merafkastet, idet afkastet var lavere end for europæiske virksomhedsobligationer med høj kreditvurdering og benchmark. Ligeledes negativt var en overvægt af obligationer fra nye markeder i lokal valuta, trods et flot afkast mod slutningen af året.

En række af de underliggende fonde gav særdeles høje positive afkast i 2016. Specielt afdelingerne med norske aktier med afkast på over 14 pct. målt i NOK og Danske Invest Nye Markeder Obligasjon, klasse NOK h med et afkast over 11 pct. målt i NOK skilte sig ud i et år hvor størsteparten af komponenterne bidrog positivt til andelsklassens samlede afkast. Beholdning af norske obligationer gav et samlet afkast på knapt 4 pct. målt i NOK.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Ved indgangen til 2017 har andelsklassen investeret 22 pct. i aktier og 27 pct. af beholdningen i internationale virksomhedsobligationer samt statsobligationer fra nye markeder. Den resterende del er investeret i norske obligationer. Andelsklassens risiko er derfor både relateret til aktie- og kreditrisiko samt risikoen i forhold til renteutviklingen, både globalt og specielt i Norge.

Vi vurderer, at den største risiko for europæisk økonomi i 2017 vil være politisk usikkerhed. Vi står foran en række betydningsfulde valg hvor de mest centrale bliver i Frankrig og Tyskland. I begge tilfælde truer den tiltagende populisme, og vi kan ikke på forhånd udelukke, at vi endnu engang må erkende, at de etable-

rede partier taber terræn og måske endda magten. Udfaldene af begge valg vil påvirke stemningen i hele Europa, men vi vurderer ikke, at begivenhederne for alvor vil sætte sig i europæisk økonomi. Desuden vil udsving i olieprisen fortsat være en betydelig risiko for udviklingen i norsk økonomi.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at global økonomi vil levere robust vækst i 2017, og det er positivt for de børsnoterede virksomheder, hvis indtjening længe har været under pres grundet det svage globale vækstmiljø. Derfor er der udsigt til flot indtjeningsvækst i 2017. Ligeledes forventer vi, at alle de store økonomier vil fastholde lempelig både penge- og finanspolitik, og det vil medvirke til, at økonomierne vil fastholde de flotte takter, de viste ved udgangen af 2016.

I USA forventer vi at se en gradvis normalisering af pengepolitikken i lyset af et stramt arbejdsmarked med stigende lønninger og forbrugerpriser til følge. Derfor vil den amerikanske centralbank hæve renterne to til tre gange i løbet af året, uden at dette bremser væksten. Trump's løfter om lempeligere finanspolitik vil sandsynligvis påvirke væksten positivt.

I Europa forventer vi lempelig penge- og finanspolitik. I det lys forlængede Den Europæiske Centralbank (ECB) i december igen deres opkøbsprogram af obligationer. ECB vil bidrage positivt til væksten ved at holde renterne nede og euroen svag. Vi forventer, at Sydeuropa vil følge anbefalingen og lade de offtentlige budgetter skride yderligere. Europa vil derfor vokse over sit langsigtede potentiale.

Vedrørende Kina forventer vi, at finanspolitikken bliver styret med hård hånd ligesom i 2016. Særligt forventer vi, at infrastrukturinvesteringer vil være med til at fastholde en vækst på omkring 6,5 procent. Politikken er grundlæggende uholdbar, men vi forventer ikke, at det vil resultere i en finansiel krise i 2017, idet centralbanken vil sikre, at der er rigeligt med likviditet.

Vi forventer at de norske renter forbliver lave gennem 2017, men udelukker ikke at renterne kan fortsætte stigningerne fra sidste halvdel af 2016. Norsk økonomi ser ud til at have kommet pænt over det værste chok fra faldet i olieprisen, men vi forventer at 2017 fortsat kan blive et svært år for olierelaterede selskaber.

Samlet set ser vi positivt på afkastmulighederne for 2017. Vi forventer positive afkast på aktier og virksomhedsobligationer, mens vi ikke forventer markante afkast på obligationer.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Horisont 20, klasse NOK I

Andelsklasse under Horisont 20 – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	-	2015	2016
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	0,31	5,18
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	+0,09	4,38
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	100,31	105,51
Nettoresultat (t.NOK)*	-	-	-	109	3.486
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	0,70	0,70
Investorerers formue (t.NOK)	-	-	-	37.572	149.309
Antal andele	-	-	-	374.560	1.415.108
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	100	100

\* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 NOK	1.1.-31.12.2016	3.12.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	3.928	124
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	442	16
<b>Klassens resultat</b>	<b>3.486</b>	<b>109</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 NOK</b>		
Investorerers formue primo	37.572	0
Emissioner i året	128.585	37.429
Indløsninger i året	+20.633	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	299	35
Overførsel af periodens resultat	3.486	109
<b>Investorerers formue ultimo</b>	<b>149.309</b>	<b>37.572</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	374.560	0
Emissioner i året	1.240.573	374.560
Indløsninger i året	+200.025	0
<b>Andele ultimo året</b>	<b>1.415.108</b>	<b>374.560</b>

## *Horisont 35 – Akkumulerende KL*

Investerer i norske og udenlandske aktier og obligationer, herunder værdipapirer fra Emerging Markets-lande og virksomhederobligationer. Aktier kan maksimalt udgøre 48% af afdelingen. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Afdelingen udbydes i to andelsklasser:

- Horisont 35, klasse NOK
- Horisont 35, klasse NOK I

Afdelingens ledelsesberetning og det samlede regnskab omfattende resultat af investeringer m.m., som foretages fælles for klasserne, samt resultat af klassernes egne valuta-afdækninger og omkostninger findes på de følgende sider:

Noter for de enkelte klasser findes også på de følgende sider:

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

## Horisont 35 – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse				Balance		
	1.1.-31.12.2016	3.12.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015	
	1.000 NOK	1.000 NOK		1.000 NOK	1.000 NOK	
<b>Renter og udbytter:</b>				<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	512	4				
2 Renteudgifter	1	0	<b>Likvide midler:</b>			
3 Udbytter	249	0	Indestående i depotselskab	2.531	3.575	
I alt renter og udbytter	761	4	I alt likvide midler	2.531	3.575	
4 <b>Kursgevinster og -tab:</b>			<b>Obligationer:</b>			
Obligationer	7	3	Not. obl. fra udl. udstedere	29.637	3.970	
Kapitalandele	12.973	246	Unoterede obligationer	1.001	0	
Valutakonti	÷53	÷4	I alt obligationer	30.637	3.970	
Øvrige aktiver/passiver	4	÷4	<b>Kapitalandele:</b>			
5 Handelsomkostninger	÷104	÷23	Inv-beviser i andre danske			
I alt kursgevinster og -tab	12.827	218	inv- og specialforeninger	156.215	29.871	
I alt indtægter	13.587	222	Inv-beviser i andre udl.			
6 Administrationsomkostninger	1.580	35	inv- og specialforeninger	71.615	16.603	
<b>Resultat før skat</b>	<b>12.008</b>	<b>186</b>	I alt kapitalandele	227.830	46.474	
Skat	0	0	<b>Andre aktiver:</b>			
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>12.008</b>	<b>186</b>	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	264	19	
<b>Resultatdisponering</b>			I alt andre aktiver	264	19	
Overført til formuen	12.008	186	<b>Aktiver i alt</b>	<b>261.263</b>	<b>54.037</b>	
<b>I alt disponeret</b>	<b>12.008</b>	<b>186</b>	<b>Passiver</b>			
			7 Investorers formue	261.250	53.640	
			<b>Anden gæld:</b>			
			Skyldige omkostninger	13	15	
			Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	382	
			I alt anden gæld	13	398	
			<b>Passiver i alt</b>	<b>261.263</b>	<b>54.037</b>	

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	-	2015	2016
Nettoresultat (t.NOK)*	-	-	-	186	12.008
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	0,00	0,00
Investorerers formue (t.NOK)	-	-	-	53.640	261.250

\* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

## Horisont 35 – Akkumulerende KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 NOK	2016	2015
Indestående i depotselskab	18	2
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	489	1
Unoterede obligationer	5	0
I alt renteindtægter	512	4

Note 2: Renteudgifter i 1.000 NOK	2016	2015
Andre renteudgifter	1	0
I alt renteudgifter	1	0

Note 3: Udbytter i 1.000 NOK	2016	2015
Inv-beviser i andre udenlandske inv- og specialforeninger	249	0
I alt udbytter	249	0

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 NOK	2016	2015
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	7	3
Unoterede obligationer	0	0
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	8.127	132
Inv-beviser i udenlandske inv- og specialforeninger	4.846	113
Vælutakonti	÷53	÷4
Øvrige aktiver/passiver	4	÷4
Hændelsomkostninger	÷104	÷23
I alt kursgevinster og -tab	12.827	218

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 NOK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷104	÷23
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷104	÷23

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 NOK	2016		2015	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	1.381	0	31	0
Fast administrationshonorar	199	0	4	0
I alt opdelte adm.omk.	1.580	0	35	0
<b>I alt adm.omkostninger</b>		<b>1.580</b>		<b>35</b>

I administrationsomkostningerne indgår t.NOK 1.040 fra "Kursregulering af investeringsbeviser".

Note 7: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele i 1.000 NOK	Formueværdi i 1.000 NOK	Antal andele i 1.000 NOK	Formueværdi i 1.000 NOK
Investorers formue primo		53.640		0
Emissioner i året		257.312		53.386
Indløsninger i året		÷62.271		0
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		562		67
Overførsel af periodens resultat		12.008		186
<b>I alt investorenes formue</b>		<b>261.250</b>		<b>53.640</b>

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	47,7	43,2
Øvrige finansielle instrumenter	51,2	50,9
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>98,9</b>	<b>94,0</b>
Øvrige aktiver og passiver	1,1	6,0
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

#### Inv.beviser i danske og udenlandske inv. og specialforeninger i 1.000 NOK

Beholdningen består af aktiebaserede afdelinger af danske og udenlandske investeringsforeninger. Specifikation findes i beholdningslisten jævnfør noten ovenfor.

I beholdningen indgår følgende unoterede investeringsforeninger, hvor afdelingen besidder mere end 5 pct. af kapitalen.

	Ejerandel	Egenkapital 31.12.2016 1.000 DKK	Ejerandel	Egenkapital 31.12.2015 1.000 DKK
USA, klasse NOK W	14,00	12.939	0,00	0
USA Index Fund NOK	9,98	58.060	0,00	0

## Horisont 35, klasse NOK

Andelsklasse under Horisont 35 – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer i aktier og obligationer – herunder i obligationer fra de nye markeder og virksomheder. Andelsklassen spreder dermed sine investeringer på flere aktivtyper, dvs. både aktier og obligationer. Fordelingen af aktier og obligationer er afhængig af vores forventninger til markedsudviklingen og under hensyn til den samlede risiko. Aktier skal minimum udgøre 22 pct. af andelsklassens formue og kan som hovedregel maksimalt udgøre 48 pct. af andelsklassens formue. Andelsklassen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer aktier og obligationer samt valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

Et særdeles begivenhedsrigt og på mange måder turbulent år på de finansielle markeder endte hovedsageligt med positive afkast for alle aktivklasser, trods store udsving undervejs. Året startede med en større nedtur på de finansielle markeder som en kombination af bekymringer for recession i USA, en faldende oliepris og frygt for valutakrise i Kina. Resultatet

var kraftige kursfald for både aktie og kreditobligationer, mens renterne på mere sikre obligationer faldt som følge af stigende efterspørgsel. Bekymringerne viste sig i løbet af første halvår at være stærkt overdrevne og markederne rettede sig, samtidig med at olieprisen også steg markant. Den positive stemning og stigende globale vækst blev dog midlertidigt bremset af det overraskende udfald af folkeafstemningen i Storbritannien, som hverken meningsmålinger eller de finansielle markeder havde forudset. Resultatet gav kortvarigt et kraftigt kursfald på aktiemarkederne, som dog hurtigt blev neutraliseret af centralbankernes løfter om fortsat lempelig pengepolitik. Året sluttede med endnu en politisk begivenhed; præsidentvalget i USA. Igen med et overraskende udfald, men igen med et hurtigt skifte fra faldende markeder til en positiv kursudvikling for langt de fleste aktivtyper, hvor de nye markeder dog blev efterladt med markante svækkelser af valutaerne.

Norsk økonomi klarede sig bedre end mange havde frygtet efter det kraftige fald i olieprisen de seneste år. I løbet af året er olieprisen steget markant, og er omkring det dobbelte af det laveste niveau vi nåede i januar. En medvirkende faktor til økonomien var også en kraftig stigning i boligpriserne, godt hjulpet af den lave rente.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et positivt afkast på 5,38 pct. målt i NOK, mens benchmarket steg 5,07 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurrenter, og har indfriet vores forventning om et moderat positivt afkast grundet en overvægt af norske virksomhedsobligationer.

### Vurdering af resultatet

Det højere merafkast skyldes dels andelsklassens beholdning af norske obligationer, som klarede sig væsentlig bedre end benchmark. En væsentlig årsag til det var først og fremmest en høj andel af norske virksomhedsobligationer, der gav et væsentligt højere afkast end statsobligationer i perioden grundet en markant faldende renteforskel mellem virksomhedsobligationer og tilsvarende statsobligationer (kredit-spænd) i specielt første halvår af 2016. Også på aktiesiden

### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: December 2015

Risikoindikator (1-7): 4

Benchmark: 22,5% OSE Statsobligasjonsindeks 3 år (ST4X), 22,5% OSE Statsindeks 3 mnd (ST1X), 7% Barclays Euro-Agg 500MM Corp A-BBB hedged til NOK, 7% Barclays Capital Global High Yield Index excl. CMBS, EMG & Non-senior financials (2% issuer capped) hedged against NOK, 6% JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified. Hedged til NOK, 20% MSCI World Index incl. net div målt i NOK, 3% MSCI Emerging Markets Index incl. net div målt i NOK, 12% Oslo Børs Fondsindeks [OSEFX]

Fondskode: DK0060656783

Porteføljerrådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Formuefordeling

Udenlandske obl.	60,8%
Udenlandske akt.	38,3%
Øvrige inkl. likvide	0,9%



## Horisont 35, klasse NOK

### Andelsklasse under Horisont 35 – Akkumulerende KL

gav norske aktier et væsentlig bedre afkast end markedet, godt hjulpet af favorabel sektorallokering og papirvalg.

En anden væsentlig årsag til andelsklassens positive merafkast var en overvægt af virksomhedsobligationer med lav kreditvurdering mod virksomhedsobligationer med høj kreditvurdering. Risikofyldte obligationer nød generelt godt af fortsat lempelig pengepolitik fra centralbankerne og en generel forbedring af den globale økonomi. Sammen med stigende råvarepriser bidrog det til faldende kreditspænd. Modsat var en overvægt af obligationer fra nye markeder i lokal valuta negativ for merafkastet idet kurserne blev trukket ned af usikkerheden ovenpå det amerikanske præsidentvalg og deraf udsving i valutakurserne.

Allokeringen på aktiedelen af porteføljen har samlet set bidraget neutralt til merafkastet. Vi sænkede aktieandelen i andet kvartal frem mod folkeafstemningen i Storbritannien. Den umiddelbare reaktion var aktiekursfald, men markedet rettede sig hurtigt. Før valget i USA i november forventede vi, at Clinton ville vinde og blive ny præsident og fastholdt derfor risikoniveauet i andelsklassen på forventning om at resultatet ikke ville påvirke markedet. Mod forventning blev Trump valgt, men overraskende for mange medførte det både stigende renter og aktiekurser, fordi Trump valgte at fokusere sin retorik på vækst ved økonomisk stimuli.

Andelsklassen har gennem året haft en mindre overvægt af internationale virksomhedsobligationer, der har bidraget positivt til merafkast i forhold til benchmark. Desuden har udvælgelsen af obligationer indenfor specielt nye markeder givet et positivt bidrag. Modsat har en høj andel af nordiske kreditobligationer været negativt for merafkastet, idet afkastet var lavere end for europæiske virksomhedsobligationer med høj kreditvurdering og benchmark. Ligeledes negativt var en overvægt af obligationer fra nye markeder i lokal valuta, trods et flot afkast mod slutningen af året.

En række af de underliggende fonde gav særdeles høje positive afkast i 2016. Specielt afdelingerne med norske aktier med afkast på over 14 pct. målt i NOK og Danske Invest Nye Markeder Obligasjon, klasse NOK h med et afkast over 11 pct. målt i NOK skilte sig ud i et år hvor størsteparten af komponenterne bidrog positivt til andelsklassens samlede afkast. Beholdning af norske obligationer gav et samlet afkast på knapt 4 pct. målt i NOK.

#### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Ved indgangen til 2017 har andelsklassen investeret 38 pct. i aktier og 23 pct. af beholdningen i internationale virksomhedsobligationer samt statsobligationer fra nye markeder. Den resterende del er investeret i norske obligationer. Andelsklassens risiko er derfor både relateret til aktie- og kreditrisiko samt risikoen i forhold til renteutviklingen, både globalt og specielt i Norge.

Vi vurderer, at den største risiko for europæisk økonomi i 2017 vil være politisk usikkerhed. Vi står foran en række betydningsfulde valg hvor de mest centrale bliver i Frankrig og

Tyskland. I begge tilfælde truer den tiltagende populisme, og vi kan ikke på forhånd udelukke, at vi endnu engang må erkende, at de etablerede partier taber terræn og måske endda magten. Udfaldene af begge valg vil påvirke stemningen i hele Europa, men vi vurderer ikke, at begivenhederne for alvor vil sætte sig i europæisk økonomi. Desuden vil udsving i olieprisen fortsat være en betydelig risiko for udviklingen i norsk økonomi.

#### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at global økonomi vil levere robust vækst i 2017, og det er positivt for de børsnoterede virksomheder, hvis indtjening længe har været under pres grundet det svage globale vækstmiljø. Derfor er der udsigt til flot indtjeningsvækst i 2017. Ligeledes forventer vi, at alle de store økonomier vil fastholde lempelig både penge- og finanspolitik, og det vil medvirke til, at økonomierne vil fastholde de flotte takter, de viste ved udgangen af 2016.

I USA forventer vi at se en gradvis normalisering af pengepolitikken i lyset af et stramt arbejdsmarked med stigende lønninger og forbrugerpriser til følge. Derfor vil den amerikanske centralbank hæve renterne to til tre gange i løbet af året, uden at dette bremser væksten. Trump's løfter om lempeligere finanspolitik vil sandsynligvis påvirke væksten positivt.

I Europa forventer vi lempelig penge- og finanspolitik. I det lys forlængede Den Europæiske Centralbank (ECB) i december igen deres opkøbsprogram af obligationer. ECB vil bidrage positivt til væksten ved at holde renterne nede og euroen svag. Vi forventer, at Sydeuropa vil følge anbefalingen og lade de offtentlige budgetter skride yderligere. Europa vil derfor vokse over sit langsigtede potentiale.

Vedrørende Kina forventer vi, at finanspolitikken bliver styret med hård hånd ligesom i 2016. Særligt forventer vi, at infrastrukturinvesteringer vil være med til at fastholde en vækst på omkring 6,5 procent. Politikken er grundlæggende uholdbar, men vi forventer ikke, at det vil resultere i en finansiel krise i 2017, idet centralbanken vil sikre, at der er rigeligt med likviditet.

Vi forventer at de norske renter forbliver lave gennem 2017, men udelukker ikke at renterne kan fortsætte stigningerne fra sidste halvdel af 2016. Norsk økonomi ser ud til at have kommet pænt over det værste chok fra faldet i olieprisen, men vi forventer at 2017 fortsat kan blive et svært år for olierelaterede selskaber.

Samlet set ser vi positivt på afkastmulighederne for 2017. Vi forventer positive afkast på aktier og virksomhedsobligationer, mens vi ikke forventer markante afkast på obligationer.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Horisont 35, klasse NOK

Andelsklasse under Horisont 35 – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	-	2015	2016
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	0,56	5,38
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	0,02	5,07
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	100,56	105,97
Nettoresultat (t.NOK)*	-	-	-	186	7.410
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	1,10	1,10
Investorerers formue (t.NOK)	-	-	-	53.640	152.150
Antal andele	-	-	-	533.417	1.435.820
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	100	100

\* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 NOK	1.1.-31.12.2016	3.12.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	8.559	222
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	1.149	35
<b>Klassens resultat</b>	<b>7.410</b>	<b>186</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 NOK</b>		
Investorerers formue primo	53.640	0
Emissioner i året	131.375	53.386
Indløsninger i året	÷40.578	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	304	67
Overførsel af periodens resultat	7.410	186
<b>Investorerers formue ultimo</b>	<b>152.150</b>	<b>53.640</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	533.417	0
Emissioner i året	1.309.535	533.417
Indløsninger i året	÷407.132	0
<b>Andele ultimo året</b>	<b>1.435.820</b>	<b>533.417</b>

## Horisont 35, klasse NOK I

Andelsklasse under Horisont 35 – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindekoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer i aktier og obligationer – herunder i obligationer fra de nye markeder og virksomheder. Andelsklassen spreder dermed sine investeringer på flere aktivtyper; dvs. både aktier og obligationer. Fordelingen af aktier og obligationer er afhængig af vores forventninger til markedsudviklingen og under hensyn til den samlede risiko. Aktier skal minimum udgøre 10 pct. af andelsklassens formue og kan som hovedregel maksimalt udgøre 30 pct. af andelsklassens formue. Andelsklassen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer aktier og obligationer samt valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

Et særdeles begivenhedsrigt og på mange måder turbulent år på de finansielle markeder endte hovedsageligt med positivt afkast for alle aktivklasser, trods store udsving undervejs. Ved andelsklassens start ultimo februar var markederne atter præget af optimisme ovenpå en svag start drevet af bekymringer for recession i USA, en faldende oliepris og frygt

for valutakrise i Kina. Bekymringerne viste sig i løbet af første halvår at være stærkt overdrevne og markederne rettede sig, samtidig med at olieprisen også steg markant. Den positive stemning og stigende globale vækst blev dog midlertidigt bremsede af det overraskende udfald af folkeafstemningen i Storbritannien, som hverken meningsmålinger eller de finansielle markeder havde forudset. Resultatet gav kortvarigt et kraftigt kursfald på aktiemarkederne, som dog hurtigt blev neutraliseret af centralbankernes løfter om fortsat lempelig pengepolitik. Året sluttede med endnu en politisk begivenhed; præsidentvalget i USA. Igen med et overraskende udfald, men igen med et hurtigt skifte fra faldende markeder til en positiv kursudvikling for langt de fleste aktivtyper, hvor nye markeder dog blev efterladt med markante svækkelser af valutaerne.

Norsk økonomi klarede sig bedre end mange havde frygtet efter det kraftige fald i olieprisen de seneste år. I løbet af året er olieprisen steget markant, og er omkring det dobbelte af det laveste niveau vi nåede i januar. En medvirkende faktor til økonomien var også en kraftig stigning i boligpriserne, godt hjulpet af den lave rente.

### Afkast og benchmark

Siden andelsklassen blev introduceret den 23. februar 2016, gav den et positivt afkast på 9,65 pct. målt i NOK, mens benchmarket steg 8,38 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således meget tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurrenter, og har indfriet vores forventning om et moderat positivt afkast grundet en overvægt af norske virksomhedsobligationer.

### Vurdering af resultatet

Det højere merafkast skyldes dels andelsklassens beholdning af norske obligationer, som klarede sig væsentlig bedre end benchmark. En væsentlig årsag til det var først og fremmest en høj andel af norske virksomhedsobligationer, der gav et væsentligt højere afkast end statsobligationer i perioden grundet en markant faldende renteforskel mellem virksomhedsobligationer og tilsvarende statsobligationer (kredit-spænd) i specielt første halvår af 2016. Også på aktiesiden norske aktier et væsentlig bedre afkast end markedet, godt hjulpet af favorabel sektorallokering og papirvalg.

### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Februar 2016

Risikoindeks (1-7): 4

Benchmark: 22,5% OSE Statsobligationsindeks 3 år (ST4X), 22,5% OSE Statsindeks 3 mnd (ST1X), 7% Barclays Euro-Agg 500MM Corp A-BBB hedged til NOK, 7% Barclays Capital Global High Yield Index excl. CMBS, EMG & Non-senior financials (2% issuer capped) hedged against NOK, 6% JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified. Hedged til NOK, 20% MSCI World Index incl. net div målt i NOK, 3% MSCI Emerging Markets Index incl. net div målt i NOK, 12% Oslo Børs Fondsindeks (OSEFX)

Fondskode: DK0060656866

Porteføljeadgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Formuefordeling

Udenlandske obl.	60,8%
Udenlandske akt.	38,3%
Øvrige inkl. likvide	0,9%

## Horisont 35, klasse NOK I

### Andelsklasse under Horisont 35 – Akkumulerende KL

En anden væsentlig årsag til andelsklassens positive merafkast var en overvægt af virksomhedsobligationer med lav kreditvurdering mod virksomhedsobligationer med høj kreditvurdering. Risikofyldte obligationer nød generelt godt af fortsat lempelig pengepolitik fra centralbankerne og en generelt forbedring af den globale økonomi. Sammen med stigende råvarepriser bidrog det til faldende kreditspænd. Modsat var en overvægt af obligationer fra nye markeder i lokal valuta negativ for merafkastet idet kurserne blev trukket ned af usikkerheden ovenpå det amerikanske præsidentvalg og deraf udsving i valutakurserne.

Allokeringen på aktiedelen af porteføljen har samlet set bidraget neutralt til merafkastet. Vi sænkede aktieandelen i andet kvartal frem mod folkeafstemningen i Storbritannien. Den umiddelbare reaktion var aktiekursfald, men markedet rettede sig hurtigt. Før valget i USA i november forventede vi, at Clinton ville vinde og blive ny præsident og fastholdt derfor risikoniveauet i afdelingen på forventning om at resultatet ikke ville påvirke markedet. Mod forventning blev Trump valgt, men overraskende for mange medførte det både stigende renter og aktiekurser, fordi Trump valgte at fokusere sin retorik på vækst ved økonomisk stimuli.

Andelsklassen har gennem perioden haft en mindre overvægt af internationale virksomhedsobligationer, der har bidraget positivt til merafkast i forhold til benchmark. Desuden har udvælgelsen af obligationer indenfor specielt nye markeder givet et positivt bidrag. Modsat har en høj andel af nordiske kreditobligationer været negativt for merafkastet, idet afkastet var lavere end europæiske virksomhedsobligationer med høj kreditvurdering og benchmark. Ligeledes negativt var en overvægt af obligationer fra nye markeder i lokal valuta, trods et flot afkast mod slutningen af året.

En række af de underliggende fonde gav særdeles høje positive afkast siden andelsklassens start. Specielt afdelingerne med norske aktier med afkast på 24 pct. målt i NOK og Danske Invest USA, klasse NOK med et afkast på 21 pct. målt i NOK skilte sig ud i et år hvor størsteparten af komponenterne bidrog positivt til andelsklassens samlede afkast. Beholdning af norske obligationer gav et samlet afkast på 3,5 pct. målt i NOK.

#### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Ved indgangen til 2017 har andelsklassen investeret 38 pct. i aktier og 23 pct. af beholdningen i internationale virksomhedsobligationer samt statsobligationer fra nye markeder:

Den resterende del er investeret i norske obligationer. Andelsklassens risiko er derfor både relateret til aktie- og kreditrisiko samt risikoen i forhold til renteutviklingen, både globalt og specielt i Norge.

Vi vurderer, at den største risiko for europæisk økonomi i 2017 vil være politisk usikkerhed. Vi står foran en række betydningsfulde valg hvor de mest centrale bliver i Frankrig og Tyskland. I begge tilfælde truer den tiltagende populisme, og vi kan ikke på forhånd udelukke, at vi endnu engang må

erkende, at de etablerede partier taber terræn og måske endda magten. Udfaldene af begge valg vil påvirke stemningen i hele Europa, men vi vurderer ikke, at begivenhederne for alvor vil sætte sig i europæisk økonomi. Desuden vil udsving i olieprisen fortsat være en betydelig risiko for udviklingen i norsk økonomi.

#### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at global økonomi vil levere robust vækst i 2017, og det er positivt for de børsnoterede virksomheder, hvis indtjening længe har været under pres grundet det svage globale vækstmiljø. Derfor er der udsigt til flot indtjeningsvækst i 2017. Ligeledes forventer vi, at alle de store økonomier vil fastholde lempelig både penge- og finanspolitik, og det vil medvirke til, at økonomierne vil fastholde de flotte takter, de viste ved udgangen af 2016.

I USA forventer vi at se en gradvis normalisering af pengepolitikken i lyset af et stramt arbejdsmarked med stigende lønninger og forbrugerpriser til følge. Derfor vil den amerikanske centralbank hæve renterne to til tre gange i løbet af året, uden at dette bremser væksten. Trump's løfter om lempeligere finanspolitik vil sandsynligvis påvirke væksten positivt.

I Europa forventer vi lempelig penge- og finanspolitik. I det lys forlængede Den Europæiske Centralbank (ECB) i december igen deres opkøbsprogram af obligationer. ECB vil bidrage positivt til væksten ved at holde renterne nede og euroen svag. Vi forventer, at Sydeuropa vil følge anbefalingen og lade de offentlige budgetter skride yderligere. Europa vil derfor vokse over sit langsigtede potentiale.

Vedrørende Kina forventer vi, at finanspolitikken bliver styret med hård hånd ligesom i 2016. Særligt forventer vi, at infrastrukturinvesteringer vil være med til at fastholde en vækst på omkring 6,5 procent. Politikken er grundlæggende uholdbar, men vi forventer ikke, at det vil resultere i en finansiel krise i 2017, idet centralbanken vil sikre, at der er rigeligt med likviditet.

Vi forventer at de norske renter forbliver lave gennem 2017, men udelukker ikke at renterne kan fortsætte stigningerne fra sidste halvdel af 2016. Norsk økonomi ser ud til at have kommet pænt over det værste chok fra faldet i olieprisen, men vi forventer at 2017 fortsat kan blive et svært år for olie-relaterede selskaber:

Samlet set ser vi positivt på afkastmulighederne for 2017. Vi forventer positive afkast på aktier og virksomhedsobligationer, mens vi ikke forventer markante afkast på obligationer:

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Horisont 35, klasse NOK I

Andelsklasse under Horisont 35 – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	-	-	2016
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	9,65
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	8,38
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	-	109,67
Nettoreultat (t.NOK)*	-	-	-	-	4.598
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	0,90
Investorerens formue (t.NOK)	-	-	-	-	109.100
Antal andele	-	-	-	-	994.826
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	-	100

\* 2016 dækker en periode på mindre end 12 måneder

<b>KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 NOK</b>	<b>23.2-31.12-2016</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen	5.028
Klassenspecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	431
<b>Klassens resultat</b>	<b>4.598</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>
<b>Formueværdi i 1.000 NOK</b>	
Investorerens formue primo	0
Emissioner i året	125.937
Indløsninger i året	÷21.692
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	258
Overførsel af periodens resultat	4.598
<b>Investorerens formue ultimo</b>	<b>109.100</b>
<b>Antal andele</b>	
Andele primo året	0
Emissioner i året	1.204.032
Indløsninger i året	÷209.207
<b>Andele ultimo året</b>	<b>994.826</b>

## *Horisont 50 – Akkumulerende KL*

Investerer i norske og udenlandske aktier og obligationer, herunder værdipapirer fra Emerging Markets-lande og virksomhederobligationer. Aktier kan maksimalt udgøre 65% af afdelingen. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Afdelingen udbydes i to andelsklasser:

- Horisont 50, klasse NOK
- Horisont 50, klasse NOK I

Afdelingens ledelsesberetning og det samlede regnskab omfattende resultat af investeringer m.m., som foretages fælles for klasserne, samt resultat af klassernes egne valutaafdækninger og omkostninger findes på de følgende sider:

Noter for de enkelte klasser findes også på de følgende sider:

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

## Horisont 50 – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	8.12.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 NOK	1.000 NOK		1.000 NOK	1.000 NOK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	19	2	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	2	0	Indestående i depotselskab	6.573	3.044
3 Udbytter	265	0	<b>I alt likvide midler</b>	<b>6.573</b>	<b>3.044</b>
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>283</b>	<b>2</b>	<b>Kapitalandele:</b>		
4 <b>Kursgevinster og -tab:</b>			Inv-beviser i andre danske		
Kapitalandele	23.840	324	inv- og specialforeninger	226.663	37.881
Valutakonti	÷51	23	Inv-beviser i andre udl.		
5 Handelsomkostninger	÷152	÷31	inv- og specialforeninger	96.147	24.492
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>23.637</b>	<b>316</b>	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>322.810</b>	<b>62.374</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>23.920</b>	<b>318</b>	<b>Aktiver i alt</b>	<b>329.383</b>	<b>65.418</b>
6 Administrationsomkostninger	2.548	40	<b>Passiver</b>		
<b>Resultat før skat</b>	<b>21.372</b>	<b>278</b>	7 <b>Investorerers formue</b>	<b>329.365</b>	<b>65.402</b>
Skat	0	0	<b>Anden gæld:</b>		
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>21.372</b>	<b>278</b>	Skyldige omkostninger	18	16
<b>Resultatdisponering</b>			<b>I alt anden gæld</b>	<b>18</b>	<b>16</b>
Overført til formuen	21.372	278	<b>Passiver i alt</b>	<b>329.383</b>	<b>65.418</b>
<b>I alt disponeret</b>	<b>21.372</b>	<b>278</b>			

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	-	2015	2016
Nettoresultat (t.NOK)*	-	-	-	278	21.372
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	0,00	0,00
Investorerers formue (t.NOK)	-	-	-	65.402	329.365

\* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

## Horisont 50 – Akkumulerende KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 NOK	2016	2015
Indestående i depotselskab	19	2
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>19</b>	<b>2</b>

Note 2: Renteudgifter i 1.000 NOK	2016	2015
Andre renteudgifter	2	0
<b>I alt renteudgifter</b>	<b>2</b>	<b>0</b>

Note 3: Udbytter i 1.000 NOK	2016	2015
Inv-beviser i andre udenlandske inv- og specialforeninger	265	0
<b>I alt udbytter</b>	<b>265</b>	<b>0</b>

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 NOK	2016	2015
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	16.404	127
Inv-beviser i udenlandske inv- og specialforeninger	7.437	197
Valutakonti	÷51	23
Handelsomkostninger	÷152	÷31
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>23.637</b>	<b>316</b>

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 NOK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷152	÷31
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>÷152</b>	<b>÷31</b>

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 NOK	2016	2015		
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Managementonorar	2.277	0	36	0
Fast administrationsonorar	271	0	4	0
I alt opdeltede adm.omk.	2.548	0	40	0
<b>I alt adm.omkostninger</b>		<b>2.548</b>		<b>40</b>

I administrationsomkostningerne indgår t.NOK 1.749 fra "Kursregulering af investeringsbeviser".

Note 7: Investorers formue	2016	2015		
	Antal andele i 1.000 NOK	Formueværdi i 1.000 NOK	Antal andele i 1.000 NOK	Formueværdi i 1.000 NOK
Investorerens formue primo		65.402		0
Emissioner i året		317.525		65.071
Indløsninger i året		÷75.722		0
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		788		52
Overførsel af periodens resultat		21.372		278
<b>I alt investoreernes formue</b>		<b>329.365</b>		<b>65.402</b>

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	40,3	44,1
Øvrige finansielle instrumenter	57,7	51,3
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>98,0</b>	<b>95,4</b>
Øvrige aktiver og passiver	2,0	4,6
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

### Inv-beviser i danske og udenlandske inv. og specialforeninger i 1.000 NOK

Beholdningen består af aktiebaserede afdelinger af danske og udenlandske investeringsforeninger. Specifikation findes i beholdningslisten jævnfør noten ovenfor.

I beholdningen indgår følgende unoterede investeringsforeninger, hvor afdelingen besidder mere end 5 pct. af kapitalen.

	Egenkapital 31.12.2016		Egenkapital 31.12.2015	
	Ejerandel	1.000 DKK	Ejerandel	1.000 DKK
EU High Div kl. NOK	5,65	22.653	5,33	20.863
USA Index Fund NOK	7,69	58.060	0,00	0
USA, klasse NOK W	68,24	12.939	0,00	0



## Horisont 50, klasse NOK

Andelsklasse under Horisont 50 – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindekset – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer i aktier og obligationer – herunder i obligationer fra de nye markeder og virksomheder. Andelsklassen spreder dermed sine investeringer på flere aktivtyper, dvs. både aktier og obligationer. Fordelingen af aktier og obligationer er afhængig af vores forventninger til markedsudviklingen og under hensyn til den samlede risiko. Aktier skal minimum udgøre 35 pct. af andelsklassens formue og kan som hovedregel maksimalt udgøre 65 pct. af andelsklassens formue. Andelsklassen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer aktier og obligationer samt valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

Et særdeles begivenhedsrigt og på mange måder turbulent år på de finansielle markeder endte hovedsageligt med positive afkast for alle aktivklasser, trods store udsving undervejs. Året startede med en større nedtur på de finansielle markeder som en kombination af bekymringer for recession i USA, en faldende oliepris og frygt for valutakrise i Kina. Resultatet

var kraftige kursfald for både aktie og kreditobligationer, mens renterne på mere sikre obligationer faldt som følge af stigende efterspørgsel. Bekymringerne viste sig i løbet af første halvår at være stærkt overdrevne og markederne rettede sig, samtidig med at olieprisen også steg markant. Den positive stemning og stigende globale vækst blev dog midlertidigt bremset af det overraskende udfald af folkeafstemningen i Storbritannien, som hverken meningsmålinger eller de finansielle markeder havde forudset. Resultatet gav kortvarigt et kraftigt kursfald på aktiemarkederne, som dog hurtigt blev neutraliseret af centralbankernes løfter om fortsat lempelig pengepolitik. Året sluttede med endnu en politisk begivenhed; præsidentvalget i USA. Igen med et overraskende udfald, men igen med et hurtigt skifte fra faldende markeder til en positiv kursudvikling for langt de fleste aktivtyper, hvor de nye markeder dog blev efterladt med markante svækkelser af valutaerne.

Norsk økonomi klarede sig bedre end mange havde frygtet efter det kraftige fald i olieprisen de seneste år. I løbet af året er olieprisen steget markant, og er omkring det dobbelte af det laveste niveau vi nåede i januar. En medvirkende faktor til økonomien var også en kraftig stigning i boligpriserne, godt hjulpet af den lave rente.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et positivt afkast på 6,04 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 5,62 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurrenter, og har indfriet vores forventning om et moderat positivt afkast grundet en overvægt af norske virksomhedsobligationer.

### Vurdering af resultatet

Det højere merafkast skyldes dels andelsklassens beholdning af norske obligationer, som klarede sig væsentlig bedre end benchmark. En væsentlig årsag til det var først og fremmest en høj andel af norske virksomhedsobligationer, der gav et væsentligt højere afkast end statsobligationer i perioden grundet en markant faldende renteforskel mellem virksomhedsobligationer og tilsvarende statsobligationer (kredit-spænd) i specielt første halvår af 2016. Også på aktiesiden

### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: December 2015

Risikoindeks [1-7]: 4

Benchmark: 17,5% OSE Statsobligationsindeks 3 år (ST4X), 17,5% OSE Statsindeks 3 mnd (ST1X), 5% Barclays Euro-Agg 500MM Corp A-BBB hedged til NOK, 5% Barclays Capital Global High Yield Index excl. CMBS, EMG & Non-senior financials (2% issuer capped) hedged against NOK, 5% JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified. Hedged til NOK, 29% MSCI World Index incl. net div målt i NOK, 4% MSCI Emerging Markets Index incl. net div målt i NOK, 17% Oslo Børs Fondsindeks (OSEFX)

Fondskode: DK0060656940

Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Formuefordeling

Udenlandske obl.	44,4%
Udenlandske akt.	53,6%
Øvrige inkl. likvide	2,0%

## Horisont 50, klasse NOK

### Andelsklasse under Horisont 50 – Akkumulerende KL

gav norske aktier et væsentlig bedre afkast end markedet, godt hjulpet af favorabel sektorallokering og papirvalg.

En anden væsentlig årsag til andelsklassens positive merafkast var en overvægt af virksomhedsobligationer med lav kreditvurdering mod virksomhedsobligationer med høj kreditvurdering. Risikofyldte obligationer nød generelt godt af fortsat lempelig pengepolitik fra centralbankerne og en generel forbedring af den globale økonomi. Sammen med stigende råvarepriser bidrog det til faldende kreditspænd. Modsat var en overvægt af obligationer fra nye markeder i lokal valuta negativ for merafkastet idet kurserne blev trukket ned af usikkerheden ovenpå det amerikanske præsidentvalg og deraf udsving i valutakurserne.

Allokeringen på aktiedelen af porteføljen har samlet set bidraget neutralt til merafkastet. Vi sænkede aktieandelen i andet kvartal frem mod folkeafstemningen i Storbritannien. Den umiddelbare reaktion var aktiekursfald, men markedet rettede sig hurtigt. Før valget i USA i november forventede vi, at Clinton ville vinde og blive ny præsident og fastholdt derfor risikoniveauet i andelsklassen på forventning om at resultatet ikke ville påvirke markedet. Mod forventning blev Trump valgt, men overraskende for mange medførte det både stigende renter og aktiekurser, fordi Trump valgte at fokusere sin retorik på vækst ved økonomisk stimuli.

Andelsklassen har gennem året haft en mindre overvægt af internationale virksomhedsobligationer, der har bidraget positivt til merafkast i forhold til benchmark. Desuden har udvælgelsen af obligationer indenfor specielt nye markeder givet et positivt bidrag. Modsat har en høj andel af nordiske kreditobligationer været negativt for merafkastet, idet afkastet var lavere end for europæiske virksomhedsobligationer med høj kreditvurdering og benchmark. Ligeledes negativt var en overvægt af obligationer fra nye markeder i lokal valuta, trods et flot afkast mod slutningen af året.

En række af de underliggende fonde gav særdeles høje positive afkast i 2016. Specielt afdelingerne med norske aktier med afkast på over 14 pct. målt i NOK og Danske Invest Nye Markeder Obligasjon, klasse NOK h med et afkast over 11 pct. målt i NOK skilte sig ud i et år hvor størsteparten af komponenterne bidrog positivt til andelsklassens samlede afkast. Beholdning af norske obligationer gav et samlet afkast på knapt 4 pct. målt i NOK.

#### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Ved indgangen til 2017 har andelsklassen investeret 54 pct. i aktier og 17 pct. af beholdningen i internationale virksomhedsobligationer samt statsobligationer fra nye markeder. Den resterende del er investeret i norske obligationer. Andelsklassens risiko er derfor både relateret til aktie- og kreditrisiko samt risikoen i forhold til renteutviklingen, både globalt og specielt i Norge.

Vi vurderer, at den største risiko for europæisk økonomi i 2017 vil være politisk usikkerhed. Vi står foran en række betydningsfulde valg hvor de mest centrale bliver i Frankrig og Tyskland. I

begge tilfælde truer den tiltagende populisme, og vi kan ikke på forhånd udelukke, at vi endnu engang må erkende, at de etablerede partier taber terræn og måske endda magten. Udfaldene af begge valg vil påvirke stemningen i hele Europa, men vi vurderer ikke, at begivenhederne for alvor vil sætte sig i europæisk økonomi. Desuden vil udsving i olieprisen fortsat være en betydelig risiko for udviklingen i norsk økonomi.

#### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at global økonomi vil levere robust vækst i 2017, og det er positivt for de børsnoterede virksomheder, hvis indtjening længe har været under pres grundet det svage globale vækstmiljø. Derfor er der udsigt til flot indtjeningsvækst i 2017. Ligeledes forventer vi, at alle de store økonomier vil fastholde lempelig både penge- og finanspolitik, og det vil medvirke til, at økonomierne vil fastholde de flotte takter, de viste ved udgangen af 2016.

I USA forventer vi at se en gradvis normalisering af pengepolitikken i lyset af et stramt arbejdsmarked med stigende lønninger og forbrugerpriser til følge. Derfor vil den amerikanske centralbank hæve renterne to til tre gange i løbet af året, uden at dette bremser væksten. Trump's løfter om lempeligere finanspolitik vil sandsynligvis påvirke væksten positivt.

I Europa forventer vi lempelig penge- og finanspolitik. I det lys forlængede Den Europæiske Centralbank (ECB) i december igen deres opkøbsprogram af obligationer. ECB vil bidrage positivt til væksten ved at holde renterne nede og euroen svag. Vi forventer, at Sydeuropa vil følge anbefalingen og lade de offentlige budgetter skride yderligere. Europa vil derfor vokse over sit langsigtede potentiale.

Vedrørende Kina forventer vi, at finanspolitikken bliver styret med hård hånd ligesom i 2016. Særligt forventer vi, at infrastrukturinvesteringer vil være med til at fastholde en vækst på omkring 6,5 procent. Politikken er grundlæggende uholdbar, men vi forventer ikke, at det vil resultere i en finansiel krise i 2017, idet centralbanken vil sikre, at der er rigeligt med likviditet.

Vi forventer at de norske renter forbliver lave gennem 2017, men udelukker ikke at renterne kan fortsætte stigningerne fra sidste halvdel af 2016. Norsk økonomi ser ud til at have kommet pænt over det værste chok fra faldet i olieprisen, men vi forventer at 2017 fortsat kan blive et svært år for olierelaterede selskaber.

Samlet set ser vi positivt på afkastmulighederne for 2017. Vi forventer positive afkast på aktier og virksomhedsobligationer, mens vi ikke forventer markante afkast på obligationer.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Horisont 50, klasse NOK

Andelsklasse under Horisont 50 – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	-	2015	2016
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	0,13	6,04
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	0,14	5,62
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	100,13	106,18
Nettoreultat (t.NOK)*	-	-	-	211	10.588
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	1,25	1,25
Investorerens formue (t.NOK)	-	-	-	40.286	181.094
Antal andele	-	-	-	402.344	1.705.594
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	100	100

\* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 NOK	1.1.-31.12.2016	8.12.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	11.959	235
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	1.371	24
<b>Klassens resultat</b>	<b>10.588</b>	<b>211</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 NOK</b>		
Investorerens formue primo	40.286	0
Emissioner i året	172.946	40.033
Indløsninger i året	÷43.158	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	433	42
Overførsel af periodens resultat	10.588	211
<b>Investorerens formue ultimo</b>	<b>181.094</b>	<b>40.286</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	402.344	0
Emissioner i året	1.733.624	402.344
Indløsninger i året	÷430.374	0
<b>Andele ultimo året</b>	<b>1.705.594</b>	<b>402.344</b>

## Horisont 50, klasse NOK I

Andelsklasse under Horisont 50 – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindekset – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer i aktier og obligationer – herunder i obligationer fra de nye markeder og virksomheder. Andelsklassen spreder dermed sine investeringer på flere aktivtyper, dvs. både aktier og obligationer. Fordelingen af aktier og obligationer er afhængig af vores forventninger til markedsudviklingen og under hensyn til den samlede risiko. Aktier skal minimum udgøre 35 pct. af andelsklassens formue og kan som hovedregel maksimalt udgøre 65 pct. af andelsklassens formue. Andelsklassen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer aktier og obligationer samt valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

Et særdeles begivenhedsrigt og på mange måder turbulent år på de finansielle markeder endte hovedsageligt med positive afkast for alle aktivklasser, trods store udsving undervejs. Året startede med en større nedtur på de finansielle markeder som en kombination af bekymringer for recession i USA, en faldende oliepris og frygt for valutakrise i Kina. Resultatet

var kraftige kursfald for både aktie og kreditobligationer, mens renterne på mere sikre obligationer faldt som følge af stigende efterspørgsel. Bekymringerne viste sig i løbet af første halvår at være stærkt overdrevne og markederne rettede sig, samtidig med at olieprisen også steg markant. Den positive stemning og stigende globale vækst blev dog midlertidigt bremset af det overraskende udfald af folkeafstemningen i Storbritannien, som hverken meningsmålinger eller de finansielle markeder havde forudset. Resultatet gav kortvarigt et kraftigt kursfald på aktiemarkederne, som dog hurtigt blev neutraliseret af centralbankernes løfter om fortsat lempelig pengepolitik. Året sluttede med endnu en politisk begivenhed; præsidentvalget i USA. Igen med et overraskende udfald, men igen med et hurtigt skifte fra faldende markeder til en positiv kursudvikling for langt de fleste aktivtyper, hvor de nye markeder dog blev efterladt med markante svækkelser af valutaerne.

Norsk økonomi klarede sig bedre end mange havde frygtet efter det kraftige fald i olieprisen de seneste år. I løbet af året er olieprisen steget markant, og er omkring det dobbelte af det laveste niveau vi nåede i januar. En medvirkende faktor til økonomien var også en kraftig stigning i boligpriserne, godt hjulpet af den lave rente.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et positivt afkast på 6,32 pct. målt i NOK, mens benchmarket steg 5,62 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurrenter, og har indfriet vores forventning om et moderat positivt afkast grundet en overvægt af norske virksomhedsobligationer.

### Vurdering af resultatet

Det højere merafkast skyldes dels andelsklassens beholdning af norske obligationer, som klarede sig væsentlig bedre end benchmark. En væsentlig årsag til det var først og fremmest en høj andel af norske virksomhedsobligationer, der gav et væsentligt højere afkast end statsobligationer i perioden grundet en markant faldende renteforskel mellem virksomhedsobligationer og tilsvarende statsobligationer (kredit-spænd) i specielt første halvår af 2016. Også på aktiesiden

### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: December 2015

Risikoindeks (1-7): 4

Benchmark: 17,5% OSE Statsobligationsindeks 3 år (ST4X), 17,5% OSE Statsindeks 3 mnd (ST1X), 5% Barclays Euro-Agg 500MM Corp A-BBB hedged til NOK, 5% Barclays Capital Global High Yield Index excl. CMBS, EMG & Non-senior financials (2% issuer capped) hedged against NOK, 5% JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified. Hedged til NOK, 29% MSCI World Index incl. net div målt i NOK, 4% MSCI Emerging Markets Index incl. net div målt i NOK, 17% Oslo Børs Fondsindex (OSEFX)

Fondskode: DK0060657088

Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Formuefordeling

Udenlandske obl.	44,4%
Udenlandske akt.	53,6%
Øvrige inkl. likvide	2,0%

## Horisont 50, klasse NOK I

### Andelsklasse under Horisont 50 – Akkumulerende KL

gav norske aktier et væsentlig bedre afkast end markedet, godt hjulpet af favorabel sektorallokering og papirvalg.

En anden væsentlig årsag til andelsklassens positive merafkast var en overvægt af virksomhedsobligationer med lav kreditvurdering mod virksomhedsobligationer med høj kreditvurdering. Risikofyldte obligationer nød generelt godt af fortsat lempelig pengepolitik fra centralbankerne og en generel forbedring af den globale økonomi. Sammen med stigende råvarepriser bidrog det til faldende kreditspænd. Modsat var en overvægt af obligationer fra nye markeder i lokal valuta negativ for merafkastet idet kurserne blev trukket ned af usikkerheden ovenpå det amerikanske præsidentvalg og deraf udsving i valutakurserne.

Allokeringen på aktiedelen af porteføljen har samlet set bidraget neutralt til merafkastet. Vi sænkede aktieandelen i andet kvartal frem mod folkeafstemningen i Storbritannien. Den umiddelbare reaktion var aktiekursfald, men markedet rettede sig hurtigt. Før valget i USA i november forventede vi, at Clinton ville vinde og blive ny præsident og fastholdt derfor risikoniveauet i andelsklassen på forventning om at resultatet ikke ville påvirke markedet. Mod forventning blev Trump valgt, men overraskende for mange medførte det både stigende renter og aktiekurser, fordi Trump valgte at fokusere sin retorik på vækst ved økonomisk stimuli.

Andelsklassen har gennem året haft en mindre overvægt af internationale virksomhedsobligationer, der har bidraget positivt til merafkast i forhold til benchmark. Desuden har udvælgelsen af obligationer indenfor specielt nye markeder givet et positivt bidrag. Modsat har en høj andel af nordiske kreditobligationer været negativt for merafkastet, idet afkastet var lavere end for europæiske virksomhedsobligationer med høj kreditvurdering og benchmark. Ligeledes negativt var en overvægt af obligationer fra nye markeder i lokal valuta, trods et flot afkast mod slutningen af året.

En række af de underliggende fonde gav særdeles høje positive afkast i 2016. Specielt afdelingerne med norske aktier med afkast på over 14 pct. målt i NOK og Danske Invest Nye Markeder Obligasjon, klasse NOK h med et afkast over 11 pct. målt i NOK skilte sig ud i et år hvor størsteparten af komponenterne bidrog positivt til andelsklassens samlede afkast. Beholdning af norske obligationer gav et samlet afkast på knapt 4 pct. målt i NOK.

#### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Ved indgangen til 2017 har andelsklassen investeret 54 pct. i aktier og 17 pct. af beholdningen i internationale virksomhedsobligationer samt statsobligationer fra nye markeder. Den resterende del er investeret i norske obligationer. Andelsklassens risiko er derfor både relateret til aktie- og kreditrisiko samt risikoen i forhold til renteutviklingen, både globalt og specielt i Norge.

Vi vurderer, at den største risiko for europæisk økonomi i 2017 vil være politisk usikkerhed. Vi står foran en række betydningsfulde valg hvor de mest centrale bliver i Frankrig og

Tyskland. I begge tilfælde truer den tiltagende populisme, og vi kan ikke på forhånd udelukke, at vi endnu engang må erkende, at de etablerede partier taber terræn og måske endda magten. Udfaldene af begge valg vil påvirke stemningen i hele Europa, men vi vurderer ikke, at begivenhederne for alvor vil sætte sig i europæisk økonomi. Desuden vil udsving i olieprisen fortsat være en betydelig risiko for udviklingen i norsk økonomi.

#### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at global økonomi vil levere robust vækst i 2017, og det er positivt for de børsnoterede virksomheder, hvis indtjening længe har været under pres grundet det svage globale vækstmiljø. Derfor er der udsigt til flot indtjeningsvækst i 2017. Ligeledes forventer vi, at alle de store økonomier vil fastholde lempelig både penge- og finanspolitik, og det vil medvirke til, at økonomierne vil fastholde de flotte takter, de viste ved udgangen af 2016.

I USA forventer vi at se en gradvis normalisering af pengepolitikken i lyset af et stramt arbejdsmarked med stigende lønninger og forbrugerpriser til følge. Derfor vil den amerikanske centralbank hæve renterne to til tre gange i løbet af året, uden at dette bremser væksten. Trump's løfter om lempeligere finanspolitik vil sandsynligvis påvirke væksten positivt.

I Europa forventer vi lempelig penge- og finanspolitik. I det lys forlængede Den Europæiske Centralbank (ECB) i december igen deres opkøbsprogram af obligationer. ECB vil bidrage positivt til væksten ved at holde renterne nede og euroen svag. Vi forventer, at Sydeuropa vil følge anbefalingen og lade de offtentlige budgetter skride yderligere. Europa vil derfor vokse over sit langsigtede potentiale.

Vedrørende Kina forventer vi, at finanspolitikken bliver styret med hård hånd ligesom i 2016. Særligt forventer vi, at infrastrukturinvesteringer vil være med til at fastholde en vækst på omkring 6,5 procent. Politikken er grundlæggende uholdbar, men vi forventer ikke, at det vil resultere i en finansiel krise i 2017, idet centralbanken vil sikre, at der er rigeligt med likviditet.

Vi forventer at de norske renter forbliver lave gennem 2017, men udelukker ikke at renterne kan fortsætte stigningerne fra sidste halvdel af 2016. Norsk økonomi ser ud til at have kommet pænt over det værste chok fra faldet i olieprisen, men vi forventer at 2017 fortsat kan blive et svært år for olierelaterede selskaber.

Samlet set ser vi positivt på afkastmulighederne for 2017. Vi forventer positive afkast på aktier og virksomhedsobligationer, mens vi ikke forventer markante afkast på obligationer.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Horisont 50, klasse NOK I

Andelsklasse under Horisont 50 – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	-	2015	2016
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	0,18	6,32
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	0,14	5,62
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	100,18	106,51
Nettoresultat (t.NOK)*	-	-	-	67	10.784
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	1,10	1,10
Investorerers formue (t.NOK)	-	-	-	25.116	148.270
Antal andele	-	-	-	250.715	1.392.143
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	100	100

\* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 NOK	1.1.-31.12.2016	8.12.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	11.961	84
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	1.177	16
<b>Klassens resultat</b>	<b>10.784</b>	<b>67</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 NOK</b>		
Investorerers formue primo	25.116	0
Emissioner i året	144.580	25.039
Indløsninger i året	÷32.564	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	355	10
Overførsel af periodens resultat	10.784	67
<b>Investorerers formue ultimo</b>	<b>148.270</b>	<b>25.116</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	250.715	0
Emissioner i året	1.458.895	250.715
Indløsninger i året	÷317.468	0
<b>Andele ultimo året</b>	<b>1.392.143</b>	<b>250.715</b>

## *Horisont 65 – Akkumulerende KL*

Investerer i norske og udenlandske aktier og obligationer, herunder værdipapirer fra Emerging Markets-lande og virksomhederobligationer. Aktier kan maksimalt udgøre 83% af afdelingen. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Afdelingen udbydes i to andelsklasser:

- Horisont 65, klasse NOK
- Horisont 65, klasse NOK I

Afdelingens ledelsesberetning og det samlede regnskab omfattende resultat af investeringer m.m., som foretages fælles for klasserne, samt resultat af klassernes egne valuta-afdækninger og omkostninger findes på de følgende sider:

Noter for de enkelte klasser findes også på de følgende sider:

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

## Horisont 65 – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	8.12.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 NOK	1.000 NOK		1.000 NOK	1.000 NOK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	6	0	<b>Likvide midler:</b>		
2 Udbytter	42	0	Indestående i depotselskab	1.425	1.959
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>48</b>	<b>0</b>	<b>I alt likvide midler</b>	<b>1.425</b>	<b>1.959</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab:</b>			<b>Kapitalandele:</b>		
Kapitalandele	7.839	108	Inv-beviser i andre danske		
Valutakonti	5	15	inv- og specialforeninger	62.089	8.933
4 Handelsomkostninger	÷87	÷12	Inv-beviser i andre udl.		
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>7.757</b>	<b>110</b>	inv- og specialforeninger	27.919	6.869
<b>I alt indtægter</b>	<b>7.805</b>	<b>111</b>	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>90.007</b>	<b>15.802</b>
5 Administrationsomkostninger	785	14	<b>Aktiver i alt</b>	<b>91.433</b>	<b>17.761</b>
<b>Resultat før skat</b>	<b>7.020</b>	<b>96</b>	<b>Passiver</b>		
Skat	0	0	6 Investorers formue	91.427	17.756
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>7.020</b>	<b>96</b>	<b>Anden gæld:</b>		
<b>Resultatdisponering</b>			Skyldige omkostninger	5	5
Overført til formuen	7.020	96	Mellemvær. vedr. handelsafv.	1	0
<b>I alt disponeret</b>	<b>7.020</b>	<b>96</b>	<b>I alt anden gæld</b>	<b>6</b>	<b>5</b>
			<b>Passiver i alt</b>	<b>91.433</b>	<b>17.761</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	-	2015	2016
Nettoresultat (t.NOK)*	-	-	-	96	7.020
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	0,00	0,13
Investorerers formue (t.NOK)	-	-	-	17.756	91.427

\* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder



## Horisont 65 – Akkumulerende KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 NOK	2016	2015
Indestående i depotselskab	6	0
I alt renteindtægter	6	0

Note 2: Udbytter i 1.000 NOK	2016	2015
Inv-beviser i andre udenlandske inv- og specialforeninger	42	0
I alt udbytter	42	0

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 NOK	2016	2015
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	5.453	54
Inv-beviser i udenlandske inv- og specialforeninger	2.385	54
Valutakonti	5	15
Handelsomkostninger	÷87	÷12
I alt kursgevinster og -tab	7.757	110

Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 NOK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷87	÷12
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷87	÷12

Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 NOK	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	710	0	13	0
Fast administrationshonorar	75	0	1	0
I alt opdelte adm.omk.	785	0	14	0
I alt adm.omkostninger		785		14

I administrationsomkostningerne indgår t.NOK 551 fra "Kursregulering af investeringsbeviser".

Note 6: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele i 1.000 NOK	Formueværdi i 1.000 NOK	Antal andele i 1.000 NOK	Formueværdi i 1.000 NOK
Investorers formue primo		17.756		0
Emissioner i året		90.725		17.653
Indløsninger i året		÷24.310		0
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		234		7
Overførsel af periodens resultat		7.020		96
I alt investorenes formue		91.427		17.756

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	46,1	46,4
Øvrige finansielle instrumenter	52,3	42,6
I alt finansielle instrumenter	98,4	89,0
Øvrige aktiver og passiver	1,6	11,0
I alt	100,0	100,0

### Inv.beviser i danske og udenlandske inv. og specialforeninger i 1.000 NOK

Beholdningen består af aktiebaserede afdelinger af danske og udenlandske investeringsforeninger. Specifikation findes i beholdningslisten jævnfør noten ovenfor.

I beholdningen indgår følgende unoterede investeringsforeninger, hvor afdelingen besidder mere end 5 pct. af kapitalen.

	Ejerandel	Egenkapital 31.12.2016 1.000 DKK	Ejerandel	Egenkapital 31.12.2015 1.000 DKK
USA Index Fund NOK	6,45	58.060	0,00	0
No Ko Obl, kl NOK	8,78	93.848	0,00	0

## Horisont 65, klasse NOK

Andelsklasse under Horisont 65 – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindekset – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer i aktier og obligationer – herunder i obligationer fra de nye markeder og virksomheder. Andelsklassen spreder dermed sine investeringer på flere aktivtyper, dvs. både aktier og obligationer. Fordelingen af aktier og obligationer er afhængig af vores forventninger til markedsudviklingen og under hensyn til den samlede risiko. Aktier skal minimum udgøre 47 pct. af andelsklassens formue og kan som hovedregel maksimalt udgøre 83 pct. af andelsklassens formue. Andelsklassen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer aktier og obligationer samt valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

Et særdeles begivenhedsrigt og på mange måder turbulent år på de finansielle markeder endte hovedsageligt med positive afkast for alle aktivklasser, trods store udsving undervejs. Året startede med en større nedtur på de finansielle markeder som en kombination af bekymringer for recession i USA, en faldende oliepris og frygt for valutakrise i Kina. Resultatet

var kraftige kursfald for både aktie og kreditobligationer, mens renterne på mere sikre obligationer faldt som følge af stigende efterspørgsel. Bekymringerne viste sig i løbet af første halvår at være stærkt overdrevne og markederne rettede sig, samtidig med at olieprisen også steg markant. Den positive stemning og stigende globale vækst blev dog midlertidigt bremset af det overraskende udfald af folkeafstemningen i Storbritannien, som hverken meningsmålinger eller de finansielle markeder havde forudset. Resultatet gav kortvarigt et kraftigt kursfald på aktiemarkederne, som dog hurtigt blev neutraliseret af centralbankernes løfter om fortsat lempelig pengepolitik. Året sluttede med endnu en politisk begivenhed; præsidentvalget i USA. Igen med et overraskende udfald, men igen med et hurtigt skifte fra faldende markeder til en positiv kursudvikling for langt de fleste aktivtyper, hvor de nye markeder dog blev efterladt med markante svækkelser af valutaerne.

Norsk økonomi klarede sig bedre end mange havde frygtet efter det kraftige fald i olieprisen de seneste år. I løbet af året er olieprisen steget markant, og er omkring det dobbelte af det laveste niveau vi nåede i januar. En medvirkende faktor til økonomien var også en kraftig stigning i boligpriserne, godt hjulpet af den lave rente.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et positivt afkast på 6,51 pct. målt i NOK, mens benchmarket steg 6,15 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således meget tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurrenter, og har indfriet vores forventning om et moderat positivt afkast grundet en overvægt af norske virksomhedsobligationer.

### Vurdering af resultatet

Det højere merafkast skyldes dels andelsklassens beholdning af norske obligationer, som klarede sig væsentlig bedre end benchmark. En væsentlig årsag til det var først og fremmest en høj andel af norske virksomhedsobligationer, der gav et væsentligt højere afkast end statsobligationer i perioden grundet en markant faldende renteforskel mellem virksomhedsobligationer og tilsvarende statsobligationer (kredit-spænd) i specielt første halvår af 2016. Også på aktiesiden

### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: December 2015

Risikoindeks (1-7): 4

Benchmark: 12,5% OSE Statsobligasjonsindeks 3 år (ST4X), 12,5% OSE Statsindeks 3 mnd (ST1X), 4% Barclays Euro-Agg 500MM Corp A-BBB hedged til NOK, 3% Barclays Capital Global High Yield Index excl. CMBS, EMG & Non-senior financials (2% issuer capped) hedged against NOK, 3% JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified. Hedged til NOK, 37% MSCI World Index incl. net div målt i NOK, 5% MSCI Emerging Markets Index incl. net div målt i NOK, 23% Oslo Børs Fondsindeks [OSEFX]

Fondskode: DK0060657161

Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Formuefordeling

Udenlandske obl.	29,3%
Udenlandske akt.	69,1%
Øvrige inkl. likvide	1,6%

## Horisont 65, klasse NOK

### Andelsklasse under Horisont 65 – Akkumulerende KL

gav norske aktier et væsentlig bedre afkast end markedet, godt hjulpet af favorabel sektorallokering og papirvalg.

En anden væsentlig årsag til andelsklassens positive merafkast var en overvægt af virksomhedsobligationer med lav kreditvurdering mod virksomhedsobligationer med høj kreditvurdering. Risikofyldte obligationer nød generelt godt af fortsat lempelig pengepolitik fra centralbankerne og en generel forbedring af den globale økonomi. Sammen med stigende råvarepriser bidrog det til faldende kreditspænd. Modsat var en overvægt af obligationer fra nye markeder i lokal valuta negativ for merafkastet idet kurserne blev trukket ned af usikkerheden ovenpå det amerikanske præsidentvalg og deraf udsving i valutakurserne.

Allokeringen på aktiedelen af porteføljen har samlet set bidraget neutralt til merafkastet. Vi sænkede aktieandelen i andet kvartal frem mod folkeafstemningen i Storbritannien. Den umiddelbare reaktion var aktiekursfald, men markedet rettede sig hurtigt. Før valget i USA i november forventede vi, at Clinton ville vinde og blive ny præsident og fastholdt derfor risikoniveauet i andelsklassen på forventning om at resultatet ikke ville påvirke markedet. Mod forventning blev Trump valgt, men overraskende for mange medførte det både stigende renter og aktiekurser, fordi Trump valgte at fokusere sin retorik på vækst ved økonomisk stimuli.

Andelsklassen har gennem året haft en mindre overvægt af internationale virksomhedsobligationer, der har bidraget positivt til merafkast i forhold til benchmark. Desuden har udvælgelsen af obligationer indenfor specielt nye markeder givet et positivt bidrag. Modsat har en høj andel af nordiske kreditobligationer været negativt for merafkastet, idet afkastet var lavere end for europæiske virksomhedsobligationer med høj kreditvurdering og benchmark. Ligeledes negativt var en overvægt af obligationer fra nye markeder i lokal valuta, trods et flot afkast mod slutningen af året.

En række af de underliggende fonde gav særdeles høje positive afkast i 2016. Specielt afdelingerne med norske aktier med afkast på over 14 pct. målt i NOK og Danske Invest Nye Markeder Obligasjon, klasse NOK h med et afkast over 11 pct. målt i NOK skilte sig ud i et år hvor størsteparten af komponenterne bidrog positivt til andelsklassens samlede afkast. Beholdning af norske obligationer gav et samlet afkast på knapt 4 pct. målt i NOK.

#### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Ved indgangen til 2017 har andelsklassen investeret 69 pct. i aktier og 12 pct. af beholdningen i internationale virksomhedsobligationer samt statsobligationer fra nye markeder. Den resterende del er investeret i norske obligationer. Andelsklassens risiko er derfor både relateret til aktie- og kreditrisiko samt risikoen i forhold til renteutviklingen, både globalt og specielt i Norge.

Vi vurderer, at den største risiko for europæisk økonomi i 2017 vil være politisk usikkerhed. Vi står foran en række betydningsfulde valg hvor de mest centrale bliver i Frankrig og

Tyskland. I begge tilfælde truer den tiltagende populisme, og vi kan ikke på forhånd udelukke, at vi endnu engang må erkende, at de etablerede partier taber terræn og måske endda magten. Udfaldene af begge valg vil påvirke stemningen i hele Europa, men vi vurderer ikke, at begivenhederne for alvor vil sætte sig i europæisk økonomi. Desuden vil udsving i olieprisen fortsat være en betydelig risiko for udviklingen i norsk økonomi.

#### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at global økonomi vil levere robust vækst i 2017, og det er positivt for de børsnoterede virksomheder, hvis indtjening længe har været under pres grundet det svage globale vækstmiljø. Derfor er der udsigt til flot indtjeningsvækst i 2017. Ligeledes forventer vi, at alle de store økonomier vil fastholde lempelig både penge- og finanspolitik, og det vil medvirke til, at økonomierne vil fastholde de flotte takter, de viste ved udgangen af 2016.

I USA forventer vi at se en gradvis normalisering af pengepolitikken i lyset af et stramt arbejdsmarked med stigende lønninger og forbrugerpriser til følge. Derfor vil den amerikanske centralbank hæve renterne to til tre gange i løbet af året, uden at dette bremser væksten. Trump's løfter om lempeligere finanspolitik vil sandsynligvis påvirke væksten positivt.

I Europa forventer vi lempelig penge- og finanspolitik. I det lys forlængede Den Europæiske Centralbank (ECB) i december igen deres opkøbsprogram af obligationer. ECB vil bidrage positivt til væksten ved at holde renterne nede og euroen svag. Vi forventer, at Sydeuropa vil følge anbefalingen og lade de offtentlige budgetter skride yderligere. Europa vil derfor vokse over sit langsigtede potentiale.

Vedrørende Kina forventer vi, at finanspolitikken bliver styret med hård hånd ligesom i 2016. Særligt forventer vi, at infrastrukturinvesteringer vil være med til at fastholde en vækst på omkring 6,5 procent. Politikken er grundlæggende uholdbar, men vi forventer ikke, at det vil resultere i en finansiel krise i 2017, idet centralbanken vil sikre, at der er rigeligt med likviditet.

Vi forventer at de norske renter forbliver lave gennem 2017, men udelukker ikke at renterne kan fortsætte stigningerne fra sidste halvdel af 2016. Norsk økonomi ser ud til at have kommet pænt over det værste chok fra faldet i olieprisen, men vi forventer at 2017 fortsat kan blive et svært år for olierelaterede selskaber.

Samlet set ser vi positivt på afkastmulighederne for 2017. Vi forventer positive afkast på aktier og virksomhedsobligationer, mens vi ikke forventer markante afkast på obligationer.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Horisont 65, klasse NOK

Andelsklasse under Horisont 65 – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	-	2015	2016
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	0,55	6,51
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	0,25	6,15
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	100,55	107,09
Nettoresultat (t.NOK)*	-	-	-	96	3.462
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	1,40	1,40
Investorerers formue (t.NOK)	-	-	-	17.756	42.906
Antal andele	-	-	-	176.594	400.641
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	100	100

\* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

<b>KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 NOK</b>	<b>1.1.-31.12.2016</b>	<b>8.12.-31.12.2015</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen	3.960	111
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	498	14
<b>Klassens resultat</b>	<b>3.462</b>	<b>96</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 NOK</b>		
Investorerers formue primo	17.756	0
Emissioner i året	45.821	17.653
Indløsninger i året	÷24.305	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	172	7
Overførsel af periodens resultat	3.462	96
<b>Investorerers formue ultimo</b>	<b>42.906</b>	<b>17.756</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	176.594	0
Emissioner i året	467.832	176.594
Indløsninger i året	÷243.785	0
<b>Andele ultimo året</b>	<b>400.641</b>	<b>176.594</b>

## Horisont 65, klasse NOK I

Andelsklasse under Horisont 65 – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer i aktier og obligationer – herunder i obligationer fra de nye markeder og virksomheder. Andelsklassen spreder dermed sine investeringer på flere aktivtyper, dvs. både aktier og obligationer. Fordelingen af aktier og obligationer er afhængig af vores forventninger til markedsudviklingen og under hensyn til den samlede risiko. Aktier skal minimum udgøre 47 pct. af andelsklassens formue og kan som hovedregel maksimalt udgøre 83 pct. af andelsklassens formue. Andelsklassen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer aktier og obligationer samt valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

Et særdeles begivenhedsrigt og på mange måder turbulent år på de finansielle markeder endte hovedsageligt med positivt afkast for alle aktivklasser, trods store udsving undervejs. Ved andelsklassens start ultimo februar var markederne atter præget af optimisme ovenpå en svag start drevet af bekymringer for recession i USA, en faldende oliepris og frygt

for valutakrise i Kina. Bekymringerne viste sig i løbet af første halvår at være stærkt overdrevne og markederne rettede sig, samtidig med at olieprisen også steg markant. Den positive stemning og stigende globale vækst blev dog midlertidigt bremsede af det overraskende udfald af folkeafstemningen i Storbritannien, som hverken meningsmålinger eller de finansielle markeder havde forudset. Resultatet gav kortvarigt et kraftigt kursfald på aktiemarkederne, som dog hurtigt blev neutraliseret af centralbankernes løfter om fortsat lempelig pengepolitik. Året sluttede med endnu en politisk begivenhed; præsidentvalget i USA. Igen med et overraskende udfald, men igen med et hurtigt skifte fra faldende markeder til en positiv kursudvikling for langt de fleste aktivtyper, hvor nye markeder dog blev efterladt med markante svækkelser af valutaerne.

Norsk økonomi klarede sig bedre end mange havde frygtet efter det kraftige fald i olieprisen de seneste år. I løbet af året er olieprisen steget markant, og er omkring det dobbelte af det laveste niveau vi nåede i januar. En medvirkende faktor til økonomien var også en kraftig stigning i boligpriserne, godt hjulpet af den lave rente.

### Afkast og benchmark

Siden andelsklassen blev introduceret den 23. februar 2016, gav den et positivt afkast på 13,93 pct. målt i NOK, mens benchmarket steg 13,42 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således meget tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurrenter, og har indfriet vores forventning om et moderat positivt afkast grundet en overvægt af norske virksomhedsobligationer.

### Vurdering af resultatet

Det højere merafkast skyldes dels andelsklassens beholdning af norske obligationer, som klarede sig væsentlig bedre end benchmark. En væsentlig årsag til det var først og fremmest en høj andel af norske virksomhedsobligationer, der gav et væsentligt højere afkast end statsobligationer i perioden grundet en markant faldende renteforskel mellem virksomhedsobligationer og tilsvarende statsobligationer (kredit-spænd) i specielt første halvår af 2016. Også på aktiesiden norske aktier et væsentlig bedre afkast end markedet, godt hjulpet af favorabel sektorallokering og papirvalg.

### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Februar 2016

Risikoindikator [1-7]: 4

Benchmark: 12,5% OSE Statsobligasjonsindeks 3 år (ST4X), 12,5% OSE Statsindeks 3 mnd (ST1X), 4% Barclays Euro-Agg 500MM Corp A-BBB hedged til NOK, 3% Barclays Capital Global High Yield Index excl. CMBS, EMG & Non-senior financials (2% issuer capped) hedged against NOK, 3% JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified. Hedged til NOK, 37% MSCI World Index incl. net div målt i NOK, 5% MSCI Emerging Markets Index incl. net div målt i NOK, 23% Oslo Børs Fondsindeks (OSEFX)

Fondskode: DK0060657245

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Formuefordeling

Udenlandske obl.	29,3%
Udenlandske akt.	69,1%
Øvrige inkl. likvide	1,6%

## Horisont 65, klasse NOK I

### Andelsklasse under Horisont 65 – Akkumulerende KL

En anden væsentlig årsag til andelsklassens positive merafkast var en overvægt af virksomhedsobligationer med lav kreditvurdering mod virksomhedsobligationer med høj kreditvurdering. Risikofyldte obligationer nød generelt godt af fortsat lempelig pengepolitik fra centralbankerne og en generelt forbedring af den globale økonomi. Sammen med stigende råvarepriser bidrog det til faldende kreditspænd. Modsat var en overvægt af obligationer fra nye markeder i lokal valuta negativ for merafkastet idet kurserne blev trukket ned af usikkerheden ovenpå det amerikanske præsidentvalg og deraf udsving i valutakurserne.

Allokeringen på aktiedelen af porteføljen har samlet set bidraget neutralt til merafkastet. Vi sænkede aktieandelen i andet kvartal frem mod folkeafstemningen i Storbritannien. Den umiddelbare reaktion var aktiekursfald, men markedet rettede sig hurtigt. Før valget i USA i november forventede vi, at Clinton ville vinde og blive ny præsident og fastholdt derfor risikoniveauet i afdelingen på forventning om at resultatet ikke ville påvirke markedet. Mod forventning blev Trump valgt, men overraskende for mange medførte det både stigende renter og aktiekurser, fordi Trump valgte at fokusere sin retorik på vækst ved økonomisk stimuli.

Andelsklassen har gennem perioden haft en mindre overvægt af internationale virksomhedsobligationer, der har bidraget positivt til merafkast i forhold til benchmark. Desuden har udvælgelsen af obligationer indenfor specielt nye markeder givet et positivt bidrag. Modsat har en høj andel af nordiske kreditobligationer været negativt for merafkastet, idet afkastet var lavere end europæiske virksomhedsobligationer med høj kreditvurdering og benchmark. Ligeledes negativt var en overvægt af obligationer fra nye markeder i lokal valuta, trods et flot afkast mod slutningen af året.

En række af de underliggende fonde gav særdeles høje positive afkast siden andelsklassens start. Specielt afdelingerne med norske aktier med afkast på 24 pct. målt i NOK og Danske Invest USA, klasse NOK med et afkast på 21 pct. målt i NOK skilte sig ud i et år hvor størsteparten af komponenterne bidrog positivt til andelsklassens samlede afkast. Beholdning af norske obligationer gav et samlet afkast på 3,5 pct. målt i NOK.

#### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Ved indgangen til 2017 har andelsklassen investeret 69 pct. i aktier og 12 pct. af beholdningen i internationale virksomhedsobligationer samt statsobligationer fra nye markeder. Den resterende del er investeret i norske obligationer. Andelsklassens risiko er derfor både relateret til aktie- og kreditrisiko samt risikoen i forhold til renteutviklingen, både globalt og specielt i Norge.

Vi vurderer, at den største risiko for europæisk økonomi i 2017 vil være politisk usikkerhed. Vi står foran en række betydningsfulde valg hvor de mest centrale bliver i Frankrig og Tyskland. I begge tilfælde truer den tiltagende populisme, og vi kan ikke på forhånd udelukke, at vi endnu engang må

erkende, at de etablerede partier taber terræn og måske endda magten. Udfaldene af begge valg vil påvirke stemningen i hele Europa, men vi vurderer ikke, at begivenhederne for alvor vil sætte sig i europæisk økonomi. Desuden vil udsving i olieprisen fortsat være en betydelig risiko for udviklingen i norsk økonomi.

#### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at global økonomi vil levere robust vækst i 2017, og det er positivt for de børsnoterede virksomheder, hvis indtjening længe har været under pres grundet det svage globale vækstmiljø. Derfor er der udsigt til flot indtjeningsvækst i 2017. Ligeledes forventer vi, at alle de store økonomier vil fastholde lempelig både penge- og finanspolitik, og det vil medvirke til, at økonomierne vil fastholde de flotte takter, de viste ved udgangen af 2016.

I USA forventer vi at se en gradvis normalisering af pengepolitikken i lyset af et stramt arbejdsmarked med stigende lønninger og forbrugerpriser til følge. Derfor vil den amerikanske centralbank hæve renterne to til tre gange i løbet af året, uden at dette bremser væksten. Trump's løfter om lempeligere finanspolitik vil sandsynligvis påvirke væksten positivt.

I Europa forventer vi lempelig penge- og finanspolitik. I det lys forlængede Den Europæiske Centralbank (ECB) i december igen deres opkøbsprogram af obligationer. ECB vil bidrage positivt til væksten ved at holde renterne nede og euroen svag. Vi forventer, at Sydeuropa vil følge anbefalingen og lade de offentlige budgetter skride yderligere. Europa vil derfor vokse over sit langsigtede potentiale.

Vedrørende Kina forventer vi, at finanspolitikken bliver styret med hård hånd ligesom i 2016. Særligt forventer vi, at infrastrukturinvesteringer vil være med til at fastholde en vækst på omkring 6,5 procent. Politikken er grundlæggende uholdbar, men vi forventer ikke, at det vil resultere i en finansiel krise i 2017, idet centralbanken vil sikre, at der er rigeligt med likviditet.

Vi forventer at de norske renter forbliver lave gennem 2017, men udelukker ikke at renterne kan fortsætte stigningerne fra sidste halvdel af 2016. Norsk økonomi ser ud til at have kommet pænt over det værste chok fra faldet i olieprisen, men vi forventer at 2017 fortsat kan blive et svært år for olie-relaterede selskaber.

Samlet set ser vi positivt på afkastmulighederne for 2017. Vi forventer positive afkast på aktier og virksomhedsobligationer, mens vi ikke forventer markante afkast på obligationer.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Horisont 65, klasse NOK I

Andelsklasse under Horisont 65 – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	-	-	2016
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	13,93
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	13,42
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	-	113,35
Nettoreultat (t.NOK)*	-	-	-	-	3.558
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	1,25
Investorerens formue (t.NOK)	-	-	-	-	48.521
Antal andele	-	-	-	-	428.081
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	-	100

\* 2016 dækker en periode på mindre end 12 måneder

<b>KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 NOK</b>	<b>24.2-31.12.2016</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen	3.845
Klassenspecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	286
<b>Klassens resultat</b>	<b>3.558</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>
<b>Formueværdi i 1.000 NOK</b>	
Investorerens formue primo	0
Emissioner i året	44.905
Indløsninger i året	÷5
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	63
Overførsel af periodens resultat	3.558
<b>Investorerens formue ultimo</b>	<b>48.521</b>
<b>Antal andele</b>	
Andele primo året	0
Emissioner i året	428.125
Indløsninger i året	÷44
<b>Andele ultimo året</b>	<b>428.081</b>

## *Horisont 80 – Akkumulerende KL*

Investerer i norske og udenlandske aktier og obligationer, herunder værdipapirer fra Emerging Markets-lande og virksomhederobligationer. Aktier kan maksimalt udgøre 100% af afdelingen. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Afdelingen udbydes i to andelsklasser:

- Horisont 80, klasse NOK
- Horisont 80, klasse NOK I

Afdelingens ledelsesberetning og det samlede regnskab omfattende resultat af investeringer m.m., som foretages fælles for klasserne, samt resultat af klassernes egne valutaafdækninger og omkostninger findes på de følgende sider:

Noter for de enkelte klasser findes også på de følgende sider:

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



## Horisont 80 – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016		31.12.2016	31.12.2015	
14.12.-31.12.2015	1.000 NOK	1.000 NOK	1.000 NOK	1.000 NOK	
<b>Aktiver</b>					
<b>Likvide midler:</b>					
1 Renteindtægter	7	2			
2 Renteudgifter	3	0			
3 Udbytter	49	0			
I alt renter og udbytter	53	2			
<b>Kapitalandele:</b>					
4 Kursgevinster og -tab:					
Kapitalandele	8.572	882			
Valutakonti	÷58	÷27			
Øvrige aktiver/passiver	5	÷5			
5 Handelsomkostninger	÷80	÷36			
I alt kursgevinster og -tab	8.439	814			
I alt indtægter	8.492	816			
6 Administrationsomkostninger	1.049	28			
<b>Resultat før skat</b>	<b>7.443</b>	<b>788</b>			
Skat	0	0			
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>7.443</b>	<b>788</b>			
<b>Resultatdisponering</b>					
Overført til formuen	7.443	788			
<b>I alt disponeret</b>	<b>7.443</b>	<b>788</b>			
<b>Passiver</b>					
7 Investorerens formue			103.763	43.175	
<b>Anden gæld:</b>					
Skyldige omkostninger			9	10	
Mellemvær. vedr. handelsafv.			5	462	
I alt anden gæld			14	473	
<b>Passiver i alt</b>			<b>103.777</b>	<b>43.648</b>	

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	-	2015	2016
Nettoresultat (t.NOK)*	-	-	-	788	7.443
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	0,00	0,00
Investorerens formue (t.NOK)	-	-	-	43.175	103.763

\* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

## Horisont 80 – Akkumulerende KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 NOK	2016	2015
Indestående i depotselskab	7	2
I alt renteindtægter	7	2

Note 2: Renteudgifter i 1.000 NOK	2016	2015
Andre renteudgifter	3	0
I alt renteudgifter	3	0

Note 3: Udbytter i 1.000 NOK	2016	2015
Inv-beviser i andre udenlandske inv- og specialforeninger	49	0
I alt udbytter	49	0

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 NOK	2016	2015
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	6.327	508
Inv-beviser i udenlandske inv- og specialforeninger	2.245	374
Valutakonti	÷58	÷27
Øvrige aktiver/passiver	5	÷5
Handelsomkostninger	÷80	÷36
I alt kursgevinster og -tab	8.439	814

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 NOK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷80	÷36
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷80	÷36

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 NOK	2016		2015	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	960	0	25	0
Fast administrationshonorar	89	0	2	0
I alt opdelt adm.omk.	1.049	0	28	0
I alt adm.omkostninger		1.049		28

I administrationsomkostningerne indgår t.NOK 714 fra "Kursregulering af investeringsbeviser".

Note 7: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 NOK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 NOK
Investorers formue primo		43.175		0
Emissioner i året		95.302		42.356
Indløsninger i året		÷42.501		0
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		345		31
Overførsel af periodens resultat		7.443		788
I alt investoreernes formue		103.763		43.175

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	43,2	56,4
Øvrige finansielle instrumenter	55,6	41,5
I alt finansielle instrumenter	98,8	97,9
Øvrige aktiver og passiver	1,2	2,1
I alt	100,0	100,0

### Inv-beviser i danske og udenlandske inv. og specialforeninger i 1.000 NOK

Beholdningen består af aktiebaserede afdelinger af danske og udenlandske investeringsforeninger. Specifikation findes i beholdningslisten jævnfør noten ovenfor.

I beholdningen indgår følgende unoterede investeringsforeninger, hvor afdelingen besidder mere end 5 pct. af kapitalen.

	Egenkapital 31.12.2016		Egenkapital 31.12.2015	
	Ejerandel	1.000 DKK	Ejerandel	1.000 DKK
EU High Div kl. NOK	0,00	0	5,67	20.863
USA Index Fund NOK	9,21	58.060	0,00	0

## Horisont 80, klasse NOK

Andelsklasse under Horisont 80 – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindekset – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer i aktier og obligationer – herunder i obligationer fra de nye markeder og virksomheder. Andelsklassen spreder dermed sine investeringer på flere aktivtyper, dvs. både aktier og obligationer. Fordelingen af aktier og obligationer er afhængig af vores forventninger til markedsudviklingen og under hensyn til den samlede risiko. Aktier skal minimum udgøre 60 pct. af andelsklassens formue og kan som hovedregel maksimalt udgøre 100 pct. af andelsklassens formue. Andelsklassen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer aktier og obligationer samt valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

Et særdeles begivenhedsrigt og på mange måder turbulent år på de finansielle markeder endte hovedsageligt med positive afkast for alle aktivklasser, trods store udsving undervejs. Året startede med en større nedtur på de finansielle markeder som en kombination af bekymringer for recession i USA, en faldende oliepris og frygt for valutakrise i Kina. Resultatet

var kraftige kursfald for både aktie og kreditobligationer, mens renterne på mere sikre obligationer faldt som følge af stigende efterspørgsel. Bekymringerne viste sig i løbet af første halvår at være stærkt overdrevne og markederne rettede sig, samtidig med at olieprisen også steg markant. Den positive stemning og stigende globale vækst blev dog midlertidigt bremset af det overraskende udfald af folkeafstemningen i Storbritannien, som hverken meningsmålinger eller de finansielle markeder havde forudset. Resultatet gav kortvarigt et kraftigt kursfald på aktiemarkederne, som dog hurtigt blev neutraliseret af centralbankernes løfter om fortsat lempelig pengepolitik. Året sluttede med endnu en politisk begivenhed; præsidentvalget i USA. Igen med et overraskende udfald, men igen med et hurtigt skifte fra faldende markeder til en positiv kursudvikling for langt de fleste aktivtyper, hvor de nye markeder dog blev efterladt med markante svækkelser af valutaerne.

Norsk økonomi klarede sig bedre end mange havde frygtet efter det kraftige fald i olieprisen de seneste år. I løbet af året er olieprisen steget markant, og er omkring det dobbelte af det laveste niveau vi nåede i januar. En medvirkende faktor til økonomien var også en kraftig stigning i boligpriserne, godt hjulpet af den lave rente.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et positivt afkast på 7,25 pct. målt i NOK, mens benchmarket steg 6,78 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således meget tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurrenter, og har indfriet vores forventning om et moderat positivt afkast grundet en overvægt af norske virksomhedsobligationer.

### Vurdering af resultatet

Det højere merafkast skyldes primært beholdningen af norske og amerikanske aktier, der gav et væsentlig bedre afkast end markedet, godt hjulpet af favorabel sektorallokering og papirvalg.

Allokeringen på aktiedelen af porteføljen har samlet set bidraget neutralt til merafkastet. Vi gik ind i året med en overvægt til aktier, hvilket sammen med en undervægt af nye markeder

### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: December 2015

Risikoindeks (1-7): 5

Benchmark: 7% OSE Statsobligationsindeks 3 år (ST4X), 7% OSE Statsindeks 3 mnd (ST1X), 2% Barclays Euro-Agg 500MM Corp A-BBB hedged til NOK, 2% Barclays Capital Global High Yield Index excl. CMBS, EMG & Non-senior financials (2% issuer capped) hedged against NOK, 2% JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified. Hedged til NOK, 46% MSCI World Index incl. net div målt i NOK, 6% MSCI Emerging Markets Index incl. net div målt i NOK, 28% Oslo Børs Fondsindeks (OSEFX)

Fondskode: DK0060657328

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Formuefordeling

Udenlandske obl.	13,3%
Udenlandske akt.	85,4%
Øvrige inkl. likvide	1,3%

## Horisont 80, klasse NOK

### Andelsklasse under Horisont 80 – Akkumulerende KL

aktier henover sommeren var negativt for merafkastet. Vi sænkede aktieandelen i andet kvartal frem mod folkeafstemningen i Storbritannien. Den umiddelbare reaktion var aktiekursfald, men markedet rettede sig hurtigt. Før valget i USA i november forventede vi, at Clinton ville vinde og blive ny præsident og fastholdt derfor risikoniveauet i afdelingen på forventning om at resultatet ikke ville påvirke markedet. Mod forventning blev Trump valgt, men overraskende for mange medførte det både stigende renter og aktiekurser, fordi Trump valgte at fokusere sin retorik på vækst ved økonomisk stimuli.

Andelsklassen har gennem året haft en mindre overvægt af internationale virksomhedsobligationer, der har bidraget positivt til merafkast i forhold til benchmark. Desuden har udvælgelsen af obligationer indenfor specielt nye markeder givet et positivt bidrag. Modsat har en høj andel af nordiske virksomhedsobligationer været negativt for merafkastet, idet afkastet var lavere end europæiske virksomhedsobligationer med høj kreditvurdering og benchmark. Ligeledes negativt var en overvægt af obligationer fra nye markeder i lokal valuta, trods et flot afkast mod slutningen af året.

En række af de underliggende fonde gav særdeles høje positive afkast i 2016. Specielt afdelingerne med norske aktier med afkast på over 14 pct. målt i NOK og Danske Invest Nye Markeder Obligasjon, klasse NOK h med et afkast over 11 pct. målt i NOK skilte sig ud i et år hvor størsteparten af komponenterne bidrog positivt til andelsklassens samlede afkast. Beholdning af norske obligationer gav et samlet afkast på knapt 4 pct. målt i NOK.

#### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Ved indgangen til 2017 har andelsklassen investeret 85 pct. i aktier og 7 pct. af beholdningen i internationale virksomhedsobligationer samt statsobligationer fra nye markeder. Den resterende del er investeret i norske obligationer. Andelsklassens risiko er derfor både relateret til aktie- og kreditrisiko samt risikoen i forhold til renteutviklingen, både globalt og specielt i Norge.

Vi vurderer, at den største risiko for europæisk økonomi i 2017 vil være politisk usikkerhed. Vi står foran en række betydningsfulde valg hvor de mest centrale bliver i Frankrig og Tyskland. I begge tilfælde truer den tiltagende populisme, og vi kan ikke på forhånd udelukke, at vi endnu engang må erkende, at de etablerede partier taber terræn og måske endda magten. Udfaldene af begge valg vil påvirke stemningen i hele Europa, men vi vurderer ikke, at begivenhederne for alvor vil sætte sig i europæisk økonomi. Desuden vil udsving i olieprisen fortsat være en betydelig risiko for udviklingen i norsk økonomi.

#### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at global økonomi vil levere robust vækst i 2017, og det er positivt for de børsnoterede virksomheder, hvis indtjening længe har været under pres grundet det svage globale vækstmiljø. Derfor er der udsigt til flot indtjeningsvækst i 2017. Ligeledes forventer vi, at alle de store økonomier vil fastholde lempelig både penge- og finanspolitik, og det vil medvirke til, at økonomierne vil fastholde de flotte takter, de viste ved udgangen af 2016.

I USA forventer vi at se en gradvis normalisering af pengepolitikken i lyset af et stramt arbejdsmarked med stigende lønninger og forbrugerpriser til følge. Derfor vil den amerikanske centralbank hæve renterne to til tre gange i løbet af året, uden at dette bremser væksten. Trump's løfter om lempeligere finanspolitik vil sandsynligvis påvirke væksten positivt.

I Europa forventer vi lempelig penge- og finanspolitik. I det lys forlængede Den Europæiske Centralbank (ECB) i december igen deres opkøbsprogram af obligationer. ECB vil bidrage positivt til væksten ved at holde renterne nede og euroen svag. Vi forventer, at Sydeuropa vil følge anbefalingen og lade de offentlige budgetter skride yderligere. Europa vil derfor vokse over sit langsigtede potentiale.

Vedrørende Kina forventer vi, at finanspolitikken bliver styret med hård hånd ligesom i 2016. Særligt forventer vi, at infrastrukturinvesteringer vil være med til at fastholde en vækst på omkring 6,5 procent. Politikken er grundlæggende uholdbar, men vi forventer ikke, at det vil resultere i en finansiel krise i 2017, idet centralbanken vil sikre, at der er rigeligt med likviditet.

Vi forventer at de norske renter forbliver lave gennem 2017, men udelukker ikke at renterne kan fortsætte stigningerne fra sidste halvdel af 2016. Norsk økonomi ser ud til at have kommet pænt over det værste chok fra faldet i olieprisen, men vi forventer at 2017 fortsat kan blive et svært år for olie-relaterede selskaber.

Samlet set ser vi positivt på afkastmulighederne for 2017. Vi forventer positive afkast på aktier og virksomhedsobligationer, mens vi ikke forventer markante afkast på obligationer.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Horisont 80, klasse NOK

Andelsklasse under Horisont 80 – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	-	2015	2016
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	1,97	7,25
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	3,39	6,78
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	101,97	109,37
Nettoresultat (t.NOK)*	-	-	-	479	4.371
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	1,55	1,55
Investorers formue (t.NOK)	-	-	-	27.866	65.297
Antal andele	-	-	-	273.261	597.040
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	100	100

\* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 NOK	1.1.-31.12.2016	14.12.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	5.042	496
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	672	17
<b>Klassens resultat</b>	<b>4.371</b>	<b>479</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 NOK</b>		
Investorers formue primo	27.866	0
Emissioner i året	58.449	27.356
Indløsninger i året	÷25.599	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	210	31
Overførsel af periodens resultat	4.371	479
<b>Investorers formue ultimo</b>	<b>65.297</b>	<b>27.866</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	273.261	0
Emissioner i året	575.582	273.261
Indløsninger i året	÷251.803	0
<b>Andele ultimo året</b>	<b>597.040</b>	<b>273.261</b>

## Horisont 80, klasse NOK I

Andelsklasse under Horisont 80 – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer i aktier og obligationer – herunder i obligationer fra de nye markeder og virksomheder. Andelsklassen spreder dermed sine investeringer på flere aktivtyper, dvs. både aktier og obligationer. Fordelingen af aktier og obligationer er afhængig af vores forventninger til markedsudviklingen og under hensyn til den samlede risiko. Aktier skal minimum udgøre 60 pct. af andelsklassens formue og kan som hovedregel maksimalt udgøre 100 pct. af andelsklassens formue. Andelsklassen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer aktier og obligationer samt valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

Et særdeles begivenhedsrigt og på mange måder turbulent år på de finansielle markeder endte hovedsageligt med positive afkast for alle aktivklasser, trods store udsving undervejs. Året startede med en større nedtur på de finansielle markeder som en kombination af bekymringer for recession i USA, en faldende oliepris og frygt for valutakrise i Kina. Resultatet

var kraftige kursfald for både aktie og kreditobligationer, mens renterne på mere sikre obligationer faldt som følge af stigende efterspørgsel. Bekymringerne viste sig i løbet af første halvår at være stærkt overdrevne og markederne rettede sig, samtidig med at olieprisen også steg markant. Den positive stemning og stigende globale vækst blev dog midlertidigt bremset af det overraskende udfald af folkeafstemningen i Storbritannien, som hverken meningsmålinger eller de finansielle markeder havde forudset. Resultatet gav kortvarigt et kraftigt kursfald på aktiemarkederne, som dog hurtigt blev neutraliseret af centralbankernes løfter om fortsat lempelig pengepolitik. Året sluttede med endnu en politisk begivenhed; præsidentvalget i USA. Igen med et overraskende udfald, men igen med et hurtigt skifte fra faldende markeder til en positiv kursudvikling for langt de fleste aktivtyper, hvor de nye markeder dog blev efterladt med markante svækkelser af valutaerne.

Norsk økonomi klarede sig bedre end mange havde frygtet efter det kraftige fald i olieprisen de seneste år. I løbet af året er olieprisen steget markant, og er omkring det dobbelte af det laveste niveau vi nåede i januar. En medvirkende faktor til økonomien var også en kraftig stigning i boligpriserne, godt hjulpet af den lave rente.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et positivt afkast på 7,15 pct. målt i NOK, mens benchmarket steg 6,78 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således meget tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurrenter, og har indfriet vores forventning om et moderat positivt afkast grundet en overvægt af norske virksomhedsobligationer.

### Vurdering af resultatet

Det højere merafkast skyldes primært beholdningen af norske og amerikanske aktier, der gav et væsentlig bedre afkast end markedet, godt hjulpet af favorabel sektorallokering og papirvalg.

Allokeringen på aktiedelen af porteføljen har samlet set bidraget neutralt til merafkastet. Vi gik ind i året med en overvægt til aktier, hvilket sammen med en undervægt af nye markeder

### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: December 2015

Risikoindikator (1-7): 5

Benchmark: 7% OSE Statsobligasjonsindeks 3 år (ST4X), 7% OSE Statsindeks 3 mnd (ST1X), 2% Barclays Euro-Agg 500MM Corp A-BBB hedged til NOK, 2% Barclays Capital Global High Yield Index excl. CMBS, EMG & Non-senior financials (2% issuer capped) hedged against NOK, 2% JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified. Hedged til NOK, 46% MSCI World Index incl. net div målt i NOK, 6% MSCI Emerging Markets Index incl. net div målt i NOK, 28% Oslo Børs Fondsindeks (OSEFX)

Fondskode: DK0060657401

Porteføljerrådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Formuefordeling

Udenlandske obl.	13,3%
Udenlandske akt.	85,4%
Øvrige inkl. likvide	1,3%

## Horisont 80, klasse NOK I

### Andelsklasse under Horisont 80 – Akkumulerende KL

aktier henover sommeren var negativt for merafkastet. Vi sænkede aktieandelen i andet kvartal frem mod folkeafstemningen i Storbritannien. Den umiddelbare reaktion var aktiekursfald, men markedet rettede sig hurtigt. Før valget i USA i november forventede vi, at Clinton ville vinde og blive ny præsident og fastholdt derfor risikoniveauet i afdelingen på forventning om at resultatet ikke ville påvirke markedet. Mod forventning blev Trump valgt, men overraskende for mange medførte det både stigende renter og aktiekurser, fordi Trump valgte at fokusere sin retorik på vækst ved økonomisk stimuli.

Andelsklassen har gennem året haft en mindre overvægt af internationale virksomhedsobligationer, der har bidraget positivt til merafkast i forhold til benchmark. Desuden har udvælgelsen af obligationer indenfor specielt nye markeder givet et positivt bidrag. Modsat har en høj andel af nordiske virksomhedsobligationer været negativt for merafkastet, idet afkastet var lavere end europæiske virksomhedsobligationer med høj kreditvurdering og benchmark. Ligeledes negativt var en overvægt af obligationer fra nye markeder i lokal valuta, trods et flot afkast mod slutningen af året.

En række af de underliggende fonde gav særdeles høje positive afkast i 2016. Specielt afdelingerne med norske aktier med afkast på over 14 pct. målt i NOK og Danske Invest Nye Markeder Obligasjon, klasse NOK h med et afkast over 11 pct. målt i NOK skilte sig ud i et år hvor størsteparten af komponenterne bidrog positivt til andelsklassens samlede afkast. Beholdning af norske obligationer gav et samlet afkast på knapt 4 pct. målt i NOK.

#### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Ved indgangen til 2017 har andelsklassen investeret 85 pct. i aktier og 7 pct. af beholdningen i internationale virksomhedsobligationer samt statsobligationer fra nye markeder. Den resterende del er investeret i norske obligationer. Andelsklassens risiko er derfor både relateret til aktie- og kreditrisiko samt risikoen i forhold til renteutviklingen, både globalt og specielt i Norge.

Vi vurderer, at den største risiko for europæisk økonomi i 2017 vil være politisk usikkerhed. Vi står foran en række betydningsfulde valg hvor de mest centrale bliver i Frankrig og Tyskland. I begge tilfælde truer den tiltagende populisme, og vi kan ikke på forhånd udelukke, at vi endnu engang må erkende, at de etablerede partier taber terræn og måske endda magten. Udfaldene af begge valg vil påvirke stemningen i hele Europa, men vi vurderer ikke, at begivenhederne for alvor vil sætte sig i europæisk økonomi. Desuden vil udsving i olieprisen fortsat være en betydelig risiko for udviklingen i norsk økonomi.

#### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at global økonomi vil levere robust vækst i 2017, og det er positivt for de børsnoterede virksomheder, hvis indtjening længe har været under pres grundet det svage globale vækstmiljø. Derfor er der udsigt til flot indtjeningsvækst i 2017. Ligeledes forventer vi, at alle de store økonomier vil fastholde lempelig både penge- og finanspolitik, og det vil medvirke til, at økonomierne vil fastholde de flotte takter, de viste ved udgangen af 2016.

I USA forventer vi at se en gradvis normalisering af pengepolitikken i lyset af et stramt arbejdsmarked med stigende lønninger og forbrugerpriser til følge. Derfor vil den amerikanske centralbank hæve renterne to til tre gange i løbet af året, uden at dette bremser væksten. Trump's løfter om lempeligere finanspolitik vil sandsynligvis påvirke væksten positivt.

I Europa forventer vi lempelig penge- og finanspolitik. I det lys forlængede Den Europæiske Centralbank (ECB) i december igen deres opkøbsprogram af obligationer. ECB vil bidrage positivt til væksten ved at holde renterne nede og euroen svag. Vi forventer, at Sydeuropa vil følge anbefalingen og lade de offtentlige budgetter skride yderligere. Europa vil derfor vokse over sit langsigtede potentiale.

Vedrørende Kina forventer vi, at finanspolitikken bliver styret med hård hånd ligesom i 2016. Særligt forventer vi, at infrastrukturinvesteringer vil være med til at fastholde en vækst på omkring 6,5 procent. Politikken er grundlæggende uholdbar, men vi forventer ikke, at det vil resultere i en finansiel krise i 2017, idet centralbanken vil sikre, at der er rigeligt med likviditet.

Vi forventer at de norske renter forbliver lave gennem 2017, men udelukker ikke at renterne kan fortsætte stigningerne fra sidste halvdel af 2016. Norsk økonomi ser ud til at have kommet pænt over det værste chok fra faldet i olieprisen, men vi forventer at 2017 fortsat kan blive et svært år for olierelaterede selskaber.

Samlet set ser vi positivt på afkastmulighederne for 2017. Vi forventer positive afkast på aktier og virksomhedsobligationer, mens vi ikke forventer markante afkast på obligationer.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Horisont 80, klasse NOK I

Andelsklasse under Horisont 80 – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	-	2015	2016
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	2,06	7,15
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	3,39	6,78
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	102,06	109,36
Nettoresultat (t.NOK)*	-	-	-	309	3.072
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	1,45	1,45
Investorerers formue (t.NOK)	-	-	-	15.309	38.466
Antal andele	-	-	-	150.000	351.725
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	100	100

\* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

<b>KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 NOK</b>	<b>1.1.-31.12.2016</b>	<b>14.12.-31.12.2015</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen	3.449	320
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	377	11
<b>Klassens resultat</b>	<b>3.072</b>	<b>309</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 NOK</b>		
Investorerers formue primo	15.309	0
Emissioner i året	36.853	15.000
Indløsninger i året	÷16.903	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	135	0
Overførsel af periodens resultat	3.072	309
<b>Investorerers formue ultimo</b>	<b>38.466</b>	<b>15.309</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	150.000	0
Emissioner i året	362.106	150.000
Indløsninger i året	÷160.382	0
<b>Andele ultimo året</b>	<b>351.725</b>	<b>150.000</b>



## *Horisont 100 – Akkumulerende KL*

Investerer i danske og udenlandske aktier.  
Aktier kan maksimalt udgøre 100% af afdelingen.  
Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Afdelingen udbydes i to andelsklasser:

- Horisont 100, klasse NOK
- Horisont 100, klasse NOK I

Afdelingens ledelsesberetning og det samlede regnskab omfattende resultat af investeringer m.m., som foretages fælles for klasserne, samt resultat af klassernes egne valuta-afdækninger og omkostninger findes på de følgende sider:

Noter for de enkelte klasser findes også på de følgende sider:

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

## Horisont 100 – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse				Balance		
	1.1.-31.12.2016			31.12.2016	31.12.2015	
14.12.-31.12.2015	1.000 NOK	1.000 NOK		1.000 NOK	1.000 NOK	
<b>Renter og udbytter:</b>				<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	4	1		<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	2	0		Indestående i depotselskab		
I alt renter og udbytter	2	1		771	704	
				I alt likvide midler	771	704
<b>Kursgevinster og -tab:</b>				<b>Kapitalandele:</b>		
3 Kapitalandele	7.754	859		Inv-beviser i andre danske		
Valutakonti	85	÷33		inv- og specialforeninger		
4 Handelsomkostninger	÷98	÷23		62.135	19.915	
I alt kursgevinster og -tab	7.741	803		Inv-beviser i andre udl.		
				22.018	12.669	
I alt indtægter	7.743	804		I alt kapitalandele	84.154	32.583
5 Administrationsomkostninger	871	25		<b>Aktiver i alt</b>		
				84.925	33.287	
<b>Resultat før skat</b>	<b>6.872</b>	<b>778</b>		<b>Passiver</b>		
Skat	0	0		6 Investorers formue		
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>6.872</b>	<b>778</b>		84.916	33.278	
				<b>Anden gæld:</b>		
<b>Resultatdisponering</b>				Skyldige omkostninger		
Overført til formuen	6.872	778		7	9	
				Mellemvær. vedr. handelsafv.		
<b>I alt disponeret</b>	<b>6.872</b>	<b>778</b>		1	0	
				I alt anden gæld	8	9
				<b>Passiver i alt</b>		
				84.925	33.287	

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	-	2015	2016
Nettoresultat (t.NOK)*	-	-	-	778	6.872
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	0,00	0,16
Investorerers formue (t.NOK)	-	-	-	33.278	84.916

\* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

## Horisont 100 – Akkumulerende KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 NOK	2016	2015
Indestående i depotselskab	4	1
I alt renteindtægter	4	1

Note 2: Renteudgifter i 1.000 NOK	2016	2015
Andre renteudgifter	2	0
I alt renteudgifter	2	0

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 NOK	2016	2015
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	5.820	584
Inv-beviser i udenlandske inv- og specialforeninger	1.934	275
Valutakonti	85	±33
Handelsomkostninger	÷98	÷23
I alt kursgevinster og -tab	7.741	803

Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 NOK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷98	÷23
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷98	÷23

Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 NOK	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	805	0	24	0
Fast administrationshonorar	66	0	2	0
I alt opdeltede adm.omk.	871	0	25	0
I alt adm.omkostninger		871		25

I administrationsomkostningerne indgår t.NOK 571 fra "Kursregulering af investeringsbeviser".

Note 6: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele i 1.000 NOK	Formueværdi i 1.000 NOK	Antal andele i 1.000 NOK	Formueværdi i 1.000 NOK
Investorers formue primo		33.278		0
Emissioner i året		77.452		32.493
Indløsninger i året		÷32.961		0
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		276		6
Overførsel af periodens resultat		6.872		778
I alt investorenes formue		84.916		33.278

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	48,0	52,1
Øvrige finansielle instrumenter	51,1	45,8
I alt finansielle instrumenter	99,1	97,9
Øvrige aktiver og passiver	0,9	2,1
I alt	100,0	100,0

### Inv.beviser i danske og udenlandske inv. og specialforeninger i 1.000 NOK

Beholdningen består af aktiebaserede afdelinger af danske og udenlandske investeringsforeninger. Specifikation findes i beholdningslisten jævnfør noten ovenfor.

I beholdningen indgår følgende unoterede investeringsforeninger, hvor afdelingen besidder mere end 5 pct. af kapitalen.

	Egenkapital 31.12.2016		Egenkapital 31.12.2015	
	Ejerandel	1.000 DKK	Ejerandel	1.000 DKK
EU High Div kl. NOK	0,00	0	5,09	20.863
USA Index Fund NOK	9,89	58.060	0,00	0

## Horisont 100, klasse NOK

Andelsklasse under Horisont 100 – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Da andelsklassen investerer globalt i aktier, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko mod alle typer aktier samt valutaer. Norske aktier kan maksimalt udgøre 70 pct. af andelsklassens formue. Andelsklassen afdækker ikke valuta-risici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

Et særdeles begivenhedsrigt og på mange måder turbulent år på de finansielle markeder endte hovedsageligt med positive afkast for alle aktivklasser, trods store udsving undervejs. Året startede med en større nedtur på de finansielle markeder som en kombination af bekymringer for recession i USA, en faldende oliepris og frygt for valutakrise i Kina. Resultatet var kraftige kursfald for både aktie og kreditobligationer, mens renterne på mere sikre obligationer faldt som følge af stigende efterspørgsel. Bekymringerne viste sig i løbet af første halvår at være stærkt overdrevne og markederne rettede sig, samtidig med at olieprisen også steg markant.

Den positive stemning og stigende globale vækst blev dog midlertidigt bremset af det overraskende udfald af folkeafstemningen i Storbritannien, som hverken meningsmålinger eller de finansielle markeder havde forudset. Resultatet gav kortvarigt et kraftigt kursfald på aktiemarkederne, som dog hurtigt blev neutraliseret af centralbankernes løfter om fortsat lempelig pengepolitik. Året sluttede med endnu en politisk begivenhed; præsidentvalget i USA. Igen med et overraskende udfald, men igen med et hurtigt skifte fra faldende markeder til en positiv kursudvikling for langt de fleste aktivtyper, hvor de nye markeder dog blev efterladt med markante svækkelser af valutaerne.

Norsk økonomi klarede sig bedre end mange havde frygtet efter det kraftige fald i olieprisen de seneste år. I løbet af året er olieprisen steget markant, og er omkring det dobbelte af det laveste niveau vi nåede i januar. En medvirkende faktor til økonomien var også en kraftig stigning i boligpriserne, godt hjulpet af den lave rente.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et positivt afkast på 7,67 pct. målt i NOK, mens benchmarket steg 7,45 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således meget tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurrenter, og har indfriet vores forventning om et moderat positivt afkast grundet en overvægt af norske virksomhedsobligationer.

### Vurdering af resultatet

Det højere merafkast skyldes primært beholdningen af norske og amerikanske aktier, der gav et væsentlig bedre afkast end markedet, godt hjulpet af favorabel sektorallokering og papirvalg.

Allokeringen på aktiedelen af porteføljen har samlet set bidraget negativt til merafkastet. En undervægt af nye markeder aktier henover sommeren var negativt for merafkastet sammen med en undervægt af norske aktier primo året. Før valget i USA i november forventede vi, at Clinton ville vinde og blive ny præsident og fastholdt derfor en høj andel af

### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: December 2015

Risikoindikator (1-7): 5

Benchmark: 57% MSCI World Index incl. net div målt i NOK, 8% MSCI Emerging Markets Index incl. net div målt i NOK, 35% Oslo Børs Fondsindeks (OSEFX)

Fondskode: DK0060657591

Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Formuefordeling

Udenlandske akt. 99,1%

Øvrige inkl. likvide 0,9%

### Nøgletal for risiko

Active share 65,70

## Horisont 100, klasse NOK

### Andelsklasse under Horisont 100 – Akkumulerende KL

amerikanske aktier i porteføljen på forventning om at resultatet ikke ville påvirke markedet. Mod forventning blev Trump valgt, men overraskende for mange medførte det også stigende aktiekurser, fordi Trump valgte at fokusere sin retorik på vækst ved økonomisk stimuli.

En række af de underliggende fonde gav særdeles høje positive afkast i 2016. Specielt afdelingerne med norske aktier med afkast på over 14 pct. målt i NOK og Danske Invest USA, klasse NOK med et afkast på 11 pct. målt i NOK skilte sig ud i et år hvor størsteparten af komponenterne bidrog positivt til andelsklassens samlede afkast.

#### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Ved indgangen til 2017 har andelsklassen investeret 35 pct. i norske aktier og 8 pct. af beholdningen i nye markeder aktier. Den resterende del er investeret i globale aktier fra udviklede lande. Andelsklassens risiko er derfor primært relateret til aktier, både globalt og specielt i Norge.

Vi vurderer, at den største risiko for europæisk økonomi i 2017 vil være politisk usikkerhed. Vi står foran en række betydningsfulde valg hvor de mest centrale bliver i Frankrig og Tyskland. I begge tilfælde truer den tiltagende populisme, og vi kan ikke på forhånd udelukke, at vi endnu engang må erkende, at de etablerede partier taber terræn og måske endda magten. Udfaldene af begge valg vil påvirke stemningen i hele Europa, men vi vurderer ikke, at begivenhederne for alvor vil sætte sig i Europæisk økonomi. Desuden vil udsving i olieprisen fortsat være en betydelig risiko for udviklingen i norsk økonomi.

#### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at global økonomi vil levere robust vækst i 2017, og det er positivt for de børsnoterede virksomheder, hvis indtjening længe har været under pres grundet det svage globale vækstmiljø. Derfor er der udsigt til flot indtjeningsvækst i 2017. Ligeledes forventer vi, at alle de store økonomier vil fastholde lempelig både penge- og finanspolitik, og det vil medvirke til, at økonomierne vil fastholde de flotte takter, de viste ved udgangen af 2016.

I USA forventer vi at se en gradvis normalisering af pengepolitikken i lyset af et stramt arbejdsmarked med stigende lønninger og forbrugerpriser til følge. Derfor vil den amerikanske centralbank hæve renterne to til tre gange i løbet af året, uden at dette bremser væksten. Trumps løfter om lempeligere finanspolitik vil sandsynligvis påvirke væksten positivt.

I Europa forventer vi lempelig penge- og finanspolitik. I det lys forlængede den europæiske centralbank (ECB) i december igen deres opkøbsprogram af obligationer. ECB vil bidrage positivt til væksten ved at holde renterne nede og euroen svag. Vi forventer, at Sydeuropa vil følge anbefalingen og lade de offentlige budgetter skride yderligere. Europa vil derfor vokse over sit langsigtede potentiale.

Vedrørende Kina forventer vi, at finanspolitikken bliver styret med hård hånd ligesom i 2016. Særligt forventer vi, at infrastrukturinvesteringer vil være med til at fastholde en vækst på omkring 6,5 procent. Politikken er grundlæggende uholdbar, men vi forventer ikke, at det vil resultere i en finansiel krise i 2017, idet centralbanken vil sikre, at der er rigeligt med likviditet.

Norsk økonomi ser ud til at være kommet pænt over det værste chok fra faldet i olieprisen, men vi forventer at 2017 fortsat kan blive et svært år for olierelaterede selskaber.

Samlet set ser vi positivt på afkastmulighederne for 2017 og forventer positive afkast på aktier.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Horisont 100, klasse NOK

Andelsklasse under Horisont 100 – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	-	2015	2016
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	2,47	7,67
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	4,21	7,45
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	102,47	110,33
Nettoresultat (t.NOK)*	-	-	-	405	3.444
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	1,80	1,80
Investorers formue (t.NOK)	-	-	-	17.905	43.245
Antal andele	-	-	-	174.735	391.951
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	100	100

\* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

<b>KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 NOK</b>	<b>1.1.-31.12.2016</b>	<b>14.12.-31.12.2015</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen	3.982	420
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	539	14
<b>Klassens resultat</b>	<b>3.444</b>	<b>405</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 NOK</b>		
Investorers formue primo	17.905	0
Emissioner i året	39.341	17.493
Indløsninger i året	÷17.588	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	142	6
Overførsel af periodens resultat	3.444	405
<b>Investorers formue ultimo</b>	<b>43.245</b>	<b>17.905</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	174.735	0
Emissioner i året	397.925	174.735
Indløsninger i året	÷180.709	0
<b>Andele ultimo året</b>	<b>391.951</b>	<b>174.735</b>

## Horisont 100, klasse NOK I

Andelsklasse under Horisont 100 – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindekset – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Da andelsklassen investerer globalt i aktier, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko mod alle typer aktier samt valutaer. Norske aktier kan maksimalt udgøre 70 pct. af andelsklassens formue. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

Et særdeles begivenhedsrigt og på mange måder turbulent år på de finansielle markeder endte hovedsageligt med positive afkast for alle aktivklasser, trods store udsving undervejs. Året startede med en større nedtur på de finansielle markeder som en kombination af bekymringer for recession i USA, en faldende oliepris og frygt for valutakrise i Kina. Resultatet var kraftige kursfald for både aktie og kreditobligationer, mens renterne på mere sikre obligationer faldt som følge af stigende efterspørgsel. Bekymringerne viste sig i løbet af første halvår at være stærkt overdrevne og markederne rettede sig, samtidig med at olieprisen også steg markant.

Den positive stemning og stigende globale vækst blev dog midlertidigt bremset af det overraskende udfald af folkeafstemningen i Storbritannien, som hverken meningsmålinger eller de finansielle markeder havde forudset. Resultatet gav kortvarigt et kraftigt kursfald på aktiemarkederne, som dog hurtigt blev neutraliseret af centralbankernes løfter om fortsat lempelig pengepolitik. Året sluttede med endnu en politisk begivenhed; præsidentvalget i USA. Igen med et overraskende udfald, men igen med et hurtigt skifte fra faldende markeder til en positiv kursudvikling for langt de fleste aktivtyper, hvor de nye markeder dog blev efterladt med markante svækkelser af valutaerne.

Norsk økonomi klarede sig bedre end mange havde frygtet efter det kraftige fald i olieprisen de seneste år. I løbet af året er olieprisen steget markant, og er omkring det dobbelte af det laveste niveau vi nåede i januar. En medvirkende faktor til økonomien var også en kraftig stigning i boligpriserne, godt hjulpet af den lave rente.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et positivt afkast på 7,99 pct. målt i NOK, mens benchmarket steg 7,45 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således meget tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurrenter, og har indfriet vores forventning om et moderat positivt afkast grundet en overvægt af norske virksomhedsobligationer.

### Vurdering af resultatet

Det højere merafkast skyldes primært beholdningen af norske og amerikanske aktier, der gav et væsentlig bedre afkast end markedet, godt hjulpet af favorabel sektorallokering og papirvalg.

Allokeringen på aktiedelen af porteføljen har samlet set bidraget negativt til merafkastet. En undervægt af nye markeder aktier henover sommeren var negativt for merafkastet sammen med en undervægt af norske aktier primo året. Før valget i USA i november forventede vi, at Clinton ville vinde og blive ny præsident og fastholdt derfor en høj andel af amerikanske aktier i porteføljen på forventning om at resultatet

### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: December 2015

Risikoindeks (1-7): 5

Benchmark: 57% MSCI World Index incl. net div målt i NOK, 8% MSCI Emerging Markets Index incl. net div målt i NOK, 35% Oslo Børs Fondsindex (OSEFX)

Fondskode: DK0060657674

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Formuefordeling

Udenlandske akt.	99,1%
Øvrige inkl. likvide	0,9%

### Nøgletal for risiko

Active share	65,70
--------------	-------

## Horisont 100, klasse NOK I

Andelsklasse under Horisont 100 – Akkumulerende KL

ikke ville påvirke markedet. Mod forventning blev Trump valgt, men overraskende for mange medførte det også stigende aktiekurser, fordi Trump valgte at fokusere sin retorik på vækst ved økonomisk stimuli.

En række af de underliggende fonde gav særdeles høje positive afkast i 2016. Specielt afdelingerne med norske aktier med afkast på over 14 pct. målt i NOK og Danske Invest USA, klasse NOK med et afkast på 11 pct. målt i NOK skilte sig ud i et år hvor størsteparten af komponenterne bidrog positivt til andelsklassens samlede afkast.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Ved indgangen til 2017 har andelsklassen investeret 35 pct. i norske aktier og 8 pct. af beholdningen i nye markeder aktier. Den resterende del er investeret i globale aktier fra udviklede lande. Andelsklassens risiko er derfor primært relateret til aktier, både globalt og specielt i Norge.

Vi vurderer, at den største risiko for europæisk økonomi i 2017 vil være politisk usikkerhed. Vi står foran en række betydningsfulde valg hvor de mest centrale bliver i Frankrig og Tyskland. I begge tilfælde truer den tiltagende populisme, og vi kan ikke på forhånd udelukke, at vi endnu engang må erkende, at de etablerede partier taber terræn og måske endda magten. Udfaldene af begge valg vil påvirke stemningen i hele Europa, men vi vurderer ikke, at begivenhederne for alvor vil sætte sig i Europæisk økonomi. Desuden vil udsving i olieprisen fortsat være en betydelig risiko for udviklingen i norsk økonomi.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at global økonomi vil levere robust vækst i 2017, og det er positivt for de børsnoterede virksomheder, hvis indtjening længe har været under pres grundet det svage globale vækstmiljø. Derfor er der udsigt til flot indtjeningsvækst i 2017. Ligeledes forventer vi, at alle de store økonomier vil fastholde lempelig både penge- og finanspolitik, og det vil medvirke til, at økonomierne vil fastholde de flotte takter, de viste ved udgangen af 2016.

I USA forventer vi at se en gradvis normalisering af pengepolitikken i lyset af et stramt arbejdsmarked med stigende lønninger og forbrugerpriser til følge. Derfor vil den amerikanske centralbank hæve renterne to til tre gange i løbet af året, uden at dette bremser væksten. Trumps løfter om lempeligere finanspolitik vil sandsynligvis påvirke væksten positivt.

I Europa forventer vi lempelig penge- og finanspolitik. I det lys forlængede den europæiske centralbank (ECB) i december igen deres opkøbsprogram af obligationer. ECB vil bidrage positivt til væksten ved at holde renterne nede og euroen svag. Vi forventer, at Sydeuropa vil følge anbefalingen og lade de offentlige budgetter skride yderligere. Europa vil derfor vokse over sit langsigtede potentiale.

Vedrørende Kina forventer vi, at finanspolitikken bliver styret med hård hånd ligesom i 2016. Særligt forventer vi, at infrastrukturinvesteringer vil være med til at fastholde en vækst på omkring 6,5 procent. Politikken er grundlæggende uholdbar, men vi forventer ikke, at det vil resultere i en finansiel krise i 2017, idet centralbanken vil sikre, at der er rigeligt med likviditet.

Norsk økonomi ser ud til at være kommet pænt over det værste chok fra faldet i olieprisen, men vi forventer at 2017 fortsat kan blive et svært år for olierelaterede selskaber.

Samlet set ser vi positivt på afkastmulighederne for 2017 og forventer positive afkast på aktier.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.



## Horisont 100, klasse NOK I

Andelsklasse under Horisont 100 – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	-	2015	2016
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	2,49	7,99
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	4,21	7,45
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	102,49	110,67
Nettoreultat (t.NOK)*	-	-	-	373	3.428
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	1,50	1,50
Investorers formue (t.NOK)	-	-	-	15.373	41.672
Antal andele	-	-	-	150.000	376.528
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	100	100

\* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 NOK	1.1.-31.12.2016	14.12.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	3.761	384
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	333	11
<b>Klassens resultat</b>	<b>3.428</b>	<b>373</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 NOK</b>		
Investorers formue primo	15.373	0
Emissioner i året	38.110	15.000
Indløsninger i året	÷ 15.374	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	134	0
Overførsel af periodens resultat	3.428	373
<b>Investorers formue ultimo</b>	<b>41.672</b>	<b>15.373</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	150.000	0
Emissioner i året	376.528	150.000
Indløsninger i året	÷ 150.000	0
<b>Andele ultimo året</b>	<b>376.528</b>	<b>150.000</b>

## *Horisont Pension 2020 – Akkumulerende KL*

Investerer i svenske og udenlandske aktier og obligationer, herunder værdipapirer fra emerging markets-lande og virksomhedsobligationer. Aktier kan maksimalt udgøre 66 pct. af afdelingen. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingen udbydes i en andelsklasse:

- Horisont Pension 2020, klass SEK

Afdelingens ledelsesberetning og det samlede regnskab omfattende resultat af investeringer m.m., som foretages fælles for klasserne, samt resultat af klassernes egne valuta-afdækninger og omkostninger findes på de følgende sider:

Noter for de enkelte klasser findes også på de følgende sider:

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

## Horisont Pension 2020 – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	18	4	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	12	4	Indestående i depotselskab	929	12.256
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>6</b>	<b>÷1</b>	<b>I alt likvide midler</b>	<b>929</b>	<b>12.256</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab:</b>			<b>Kapitalandele:</b>		
Obligationer	103	÷38	Inv-beviser i andre danske		
Kapitalandele	11.851	24.839	inv- og specialforeninger	166.282	133.193
Valutakonti	262	821	Inv-beviser i andre udl.		
Øvrige aktiver/passiver	0	0	inv- og specialforeninger	176.110	195.219
4 Handelsomkostninger	÷1	0	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>342.392</b>	<b>328.413</b>
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>12.214</b>	<b>25.622</b>	<b>Andre aktiver:</b>		
<b>I alt indtægter</b>	<b>12.221</b>	<b>25.621</b>	Mellemvær. vedr. handelsafv.	51	90
5 Administrationsomkostninger	3.930	4.069	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>51</b>	<b>90</b>
<b>Resultat før skat</b>	<b>8.291</b>	<b>21.553</b>	<b>Aktiver i alt</b>	<b>343.373</b>	<b>340.759</b>
Skat	0	0	<b>Passiver</b>		
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>8.291</b>	<b>21.553</b>	6 Investorers formue	343.361	340.746
<b>Resultatdisponering</b>			<b>Anden gæld:</b>		
Overført til formuen	8.291	21.553	Skyldige omkostninger	12	14
<b>I alt disponeret</b>	<b>8.291</b>	<b>21.553</b>	<b>I alt anden gæld</b>	<b>12</b>	<b>14</b>
			<b>Passiver i alt</b>	<b>343.373</b>	<b>340.759</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	2013	2014	2015	2016
Nettoresultat (t.DKK)*	-	4.454	13.150	21.553	8.291
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	0,01	0,24	0,23	0,39
Investorerens formue (t.DKK)	-	315.909	328.644	340.746	343.361

\* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

## Horisont Pension 2020 – Akkumulerende KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	7	0
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	11	4
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>18</b>	<b>4</b>

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	12	4
<b>I alt renteudgifter</b>	<b>12</b>	<b>4</b>

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	103	÷ 38
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	12.277	6.012
Inv-beviser i udenlandske inv- og specialforeninger	÷ 426	18.827
Valutakonti	262	821
Øvrige aktiver/passiver	0	0
Handelsomkostninger	÷ 1	0
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>12.214</b>	<b>25.622</b>

Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷ 1	0
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>÷ 1</b>	<b>0</b>

Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	2	0	0	0
Managementhonorar	3.529	0	3.655	0
Fast administrationshonorar	399	0	414	0
<b>I alt opdelte adm.omk.</b>	<b>3.930</b>	<b>0</b>	<b>4.069</b>	<b>0</b>
<b>I alt adm.omkostninger</b>	<b>3.930</b>	<b>3.930</b>	<b>4.069</b>	<b>4.069</b>

I administrationsomkostningerne indgår t.DKK 3.045 fra "Kursregulering af investeringsbeviser".

Note 6: Investorers formue	2016	2015
	Antal andele i 1.000 DKK	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerens formue primo		328.644
Emissioner i året	9.002	13.405
Indløsninger i året	÷ 14.678	÷ 22.856
Overførsel af periodens resultat	8.291	21.553
<b>I alt investorerens formue</b>	<b>343.361</b>	<b>340.746</b>

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	49,2	50,0
Øvrige finansielle instrumenter	50,5	46,4
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>99,7</b>	<b>96,4</b>
Øvrige aktiver og passiver	0,3	3,6
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

### Inv.beviser i danske og udenlandske inv. og specialforeninger i 1.000 DKK

Beholdningen består af aktiebaserede afdelinger af danske og udenlandske investeringsforeninger. Specifikation findes i beholdningslisten jævnfør noten ovenfor.

I beholdningen indgår følgende unoterede investeringsforeninger, hvor afdelingen besidder mere end 5 pct. af kapitalen.

	Egenkapital 31.12.2016		Egenkapital 31.12.2015	
	Ejerandel	1.000 DKK	Ejerandel	1.000 DKK
Globala Realräntor	8,40	114.764	8,77	107.362
Globala Hi Yi-obl	6,43	205.352	0,00	0
Sweden Indx Fund SEK	5,07	520.692	0,00	0

## Horisont Pension 2020, klass SEK

Andelsklasse under Horisont Pension 2020 – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindekset – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer i aktier og obligationer – herunder i obligationer fra de nye markeder og virksomheder. Andelsklassen spreder dermed sine investeringer på flere aktivtyper, dvs. både aktier og obligationer. Fordelingen af aktier og obligationer er afhængig af vores forventninger til markedsudviklingen og under hensyn til den samlede risiko. Aktier kan maksimalt udgøre 66 % af andelsklassens formue. Andelsklassen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer aktier og obligationer samt valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

2016 blev et år, hvor den globale økonomi langsomt arbejdede sig ud af de problemer, som skabte store bekymringer i starten af året. Året lagde ud med en fremstillingssektor, der havde det svært på grund af opbremsning i Kinas vækst og markante fald i olieprisen. Her ved udgangen af året er økono-

mien forholdsvis langt fremme med at lægge de problemer bag sig. Den globale fremstillingssektor er i fremgang, og råvarepriserne er i løbet af året stille og roligt steget igen. Begge dele har været positivt for den globale økonomi.

En anden faktor som har holdt hånden under den globale vækst i 2016, er finans- og pengepolitisk stimuli. Vi trådte ind i 2016 med en forventning fra den amerikanske centralbank (Fed) om, at der lå fire renteforhøjelser forude i år. Det blev kun til en enkelt, fordi Fed valgte at holde pengepolitikken lempelig frem for at gå for hurtigt frem. Også den europæiske centralbank (ECB) har lempet pengepolitikken yderligere i år, primært i form af bankens opkøb af obligationer. Yderligere har Kina stimuleret deres økonomi voldsomt hen over året for at holde hånden under væksten. Alt i alt har en bedring i fremstillingssektoren, en forbedret oliepris og lempelig finans- og pengepolitik altså gjort, at den globale økonomi har formået at ryste den svaghed af sig, som vi trådte ind i året med.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et positivt afkast på 7,66 pct. målt i SEK, mens benchmarket steg 8,08 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurrenter, og har indfriet vores forventning om et moderat positivt afkast grundet andelsklassens investering i globale aktier.

### Vurdering af resultatet

Andelsklassens investeringer kan grundlæggende inddeles i 3 aktivklasser – aktier, svenske og udenlandske stats- og realkreditobligationer, samt kreditobligationer, der er tæller virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder. Alle aktivklasser bidrog positivt til andelsklassens samlede afkast, mens bidragene lå mere spredt i forhold til benchmark afkastet.

Aktiekomponenten var andelsklassens mest positive bidragsyder til andelsklassens afkast, hvor de fleste regioner leverede pæne afkast, hvilket også medførte at globale aktier var den primære drivkraft bag afkastet. Svenske aktier leverede

### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: September 2013

Risikoindeks (1-7): 4

Benchmark: 16,8% SIXPRX, 25,2% MSCI World AC, 5% BarCap Euro-Agg 500MM Corp A-BBB, hedged til SEK, 5% JPM EMBI Global Diversified hedged to SEK, 48,0% OMRX Total

Fondskode: DK0060506897

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Formuefordeling

Udenlandske obl.	52,0%
Udenlandske akt.	47,8%
Øvrige inkl. likvide	0,2%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	1,03
Standardafvigelse	6,75
Tracking error	1,79
Information Ratio	÷0,75
Sharpe Ratio (benchm.)	1,42
Standardafvigelse (benchm.)	5,76

## Horisont Pension 2020, klass SEK

Andelsklasse under Horisont Pension 2020 – Akkumulerende KL

ligeledes yderst positivt til afkastet. Indenfor obligationer var andelsklassens investering i virksomhedsobligationer med lav kreditvurdering den bedste bidragsyder, hvor også nye markeder obligationer bidrog yderst positivt. Svenske obligationer havde en mindre rolle i afkastbidraget, men var stadig positivt.

Andelsklassen formåede ikke at levere bedre afkast end benchmark i 2016. På trods af gode positive absolutte afkast, så var globale aktier den aktivklasse som trak mest ned i det relative afkast. Svenske obligationer måtte ligeledes se sig slået af sit benchmark, mens svenske aktier trak op.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Andelsklassen starter året med en overvægt til aktier på omkring 5 pct. mens vi indenfor kreditobligationer har en overvægt i forhold til benchmark på omkring 12 pct. Vi har primært fokus på de europæiske markeder, hvor vi ser muligheder i både aktie- og kreditsegmentet. Porteføljens undervægt findes indenfor svenske stats- og realkreditobligationer, og amerikanske aktier. Porteføljens generelle eksponering er i høj grad rettet mod udviklingen i renterne, samt olieprisen.

I 2017 er det i vid udstrækning de samme temaer, der vil være fokus på. Det er blandt andet også derfor, at vi ser grund til optimisme. Når vi lægger 2016 bag os, er det med nøgletal der viser, at erhvervstilliden er steget betydeligt i fremstillingssektoren, at sektoren melder om øget ordreindgang, at producentpriserne er på vej op, og at efterspørgslen stiger. Det er en global tendens, som peger i retning af, at sektoren fortsat vil bidrage til væksten i 2017.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi indleder 2017 med en overvægt af aktier og kreditobligationer, mens vi er undervægtet i svenske statsobligationer. Inden for aktier starter vi året med et positivt syn på specielt europæiske aktier, men vi er lidt tilbageholdende på amerikanske aktier. Indenfor kreditobligationer er vi overvægtet i europæiske virksomhedsobligationer med lav kreditvurdering, samt nye markeder obligationer.

Vi forventer ikke drastiske rentestigninger i 2017, og vi vurderer, at den korrektion, vi har set i obligationsmarkedet, er ved vejs ende. Vi forventer også, at centralbankerne i Europa og Japan vil holde renterne i kort snor, og at risikoen for dollarstyrkelse er større end risikoen for stærkt stigende renter.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Horisont Pension 2020, klass SEK

Andelsklasse under Horisont Pension 2020 – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	2013	2014	2015	2016
Afkast i SEK (pct.)*	-	3,91	11,76	2,82	7,66
Benchmarkafkast i SEK (pct.)*	-	3,73	14,21	3,75	8,08
Sharpe Ratio i SEK	-	-	-	-	1,03
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	103,91	116,13	119,40	128,54
Nettoreultat (t.DKK)*	-	4.454	13.150	21.553	8.291
Administrationsomkostninger (pct.)	-	1,21	1,18	1,18	1,18
Investorerers formue (t.DKK)	-	315.909	328.644	340.746	343.361
Antal andele	-	3.606.675	3.600.076	3.502.080	3.442.235
Stykstørrelse i DKK	-	100	100	100	100

\* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

<b>KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK</b>	<b>1.1.-31.12.2016</b>	<b>1.1.-31.12.2015</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen	12.221	25.621
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	3.930	4.069
<b>Klassens resultat</b>	<b>8.291</b>	<b>21.553</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorerers formue primo	340.746	328.644
Emissioner i året	9.002	13.405
Indløsninger i året	÷ 14.678	÷ 22.856
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	0	0
Overførsel af periodens resultat	8.291	21.553
<b>Investorerers formue ultimo</b>	<b>343.361</b>	<b>340.746</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	3.502.080	3.600.076
Emissioner i året	93.969	137.310
Indløsninger i året	÷ 153.814	÷ 235.306
<b>Andele ultimo året</b>	<b>3.442.235</b>	<b>3.502.080</b>

## *Horisont Pension 2030- Akkumulerende KL*

Investerer i svenske og udenlandske aktier og obligationer, herunder værdipapirer fra emerging markets-lande og virksomhederobligationer. Aktier kan maksimalt udgøre 90 pct. af afdelingen. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingen udbydes i en andelsklasse:

- Horisont Pension 2030, klass SEK

Afdelingens ledelsesberetning og det samlede regnskab omfattende resultat af investeringer m.m., som foretages fælles for klasserne, samt resultat af klassernes egne valuta-afdækninger og omkostninger findes på de følgende sider:

Noter for de enkelte klasser findes også på de følgende sider:

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



## Horisont Pension 2030- Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	22	3	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	15	4	Indestående i depotselskab	2.174	11.689
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>7</b>	<b>÷1</b>	<b>I alt likvide midler</b>	<b>2.174</b>	<b>11.689</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab:</b>			<b>Kapitalandele:</b>		
Obligationer	138	÷27	Inv-beviser i andre danske		
Kapitalandele	25.148	40.878	inv- og specialforeninger	202.773	184.911
Valutakonti	÷96	733	Inv-beviser i andre udl.		
Øvrige aktiver/passiver	÷1	0	inv- og specialforeninger	271.177	260.803
4 Handelsomkostninger	÷3	÷2	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>473.950</b>	<b>445.714</b>
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>25.187</b>	<b>41.583</b>	<b>Andre aktiver:</b>		
<b>I alt indtægter</b>	<b>25.194</b>	<b>41.582</b>	Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	345
5 Administrationsomkostninger	6.162	6.314	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>0</b>	<b>345</b>
<b>Resultat før skat</b>	<b>19.032</b>	<b>35.268</b>	<b>Aktiver i alt</b>	<b>476.124</b>	<b>457.748</b>
Skat	0	0	<b>Passiver</b>		
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>19.032</b>	<b>35.268</b>	6 Investorers formue	476.015	457.732
<b>Resultatdisponering</b>			<b>Anden gæld:</b>		
Overført til formuen	19.032	35.268	Skyldige omkostninger	21	17
<b>I alt disponeret</b>	<b>19.032</b>	<b>35.268</b>	Mellemvær. vedr. handelsafv.	88	0
			<b>I alt anden gæld</b>	<b>109</b>	<b>17</b>
			<b>Passiver i alt</b>	<b>476.124</b>	<b>457.748</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	2013	2014	2015	2016
Nettoresultat (t.DKK)*	-	11.029	27.139	35.268	19.032
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	0,00	0,23	0,18	0,42
Investorerens formue (t.DKK)	-	388.477	420.750	457.732	476.015

\* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

## Horisont Pension 2030- Akkumulerende KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	6	0
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	15	3
I alt renteindtægter	22	3

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	15	4
I alt renteudgifter	15	4

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	138	÷27
Inv.-beviser i danske inv- og specialforeninger	16.059	10.467
Inv.-beviser i udenlandske inv- og specialforeninger	9.089	30.411
Valutakonti	÷96	733
Øvrige aktiver/passiver	÷1	0
Handelsomkostninger	÷3	÷2
I alt kursgevinster og -tab	25.187	41.583

Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷3	÷2
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷3	÷2

Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	5.626	0	5.765	0
Fast administrationshonorar	536	0	549	0
I alt opdelte adm.omk.	6.162	0	6.314	0
I alt adm.omkostninger		6.162		6.314

I administrationsomkostningerne indgår t.DKK 4.658 fra "Kursregulering af investeringsbeviser".

Note 6: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerens formue primo		457.732		420.750
Emissioner i året		22.477		28.512
Indløsninger i året		÷23.225		÷26.798
Overførsel af periodens resultat		19.032		35.268
I alt investorerens formue		476.015		457.732

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	53,1	47,9
Øvrige finansielle instrumenter	46,5	49,5
I alt finansielle instrumenter	99,6	97,4
Øvrige aktiver og passiver	0,4	2,6
I alt	100,0	100,0

### Inv.beviser i danske og udenlandske inv. og specialforeninger i 1.000 DKK

Beholdningen består af aktiebaserede afdelinger af danske og udenlandske investeringsforeninger. Specifikation findes i beholdningslisten jævnfør noten ovenfor.

I beholdningen indgår følgende unoterede investeringsforeninger, hvor afdelingen besidder mere end 5 pct. af kapitalen.

	Egenkapital 31.12.2016		Egenkapital 31.12.2015	
	Ejerandel	1.000 DKK	Ejerandel	1.000 DKK
Sweden Indx Fund SEK	6,92	520.692	7,61	235.200

## Horisont Pension 2030, klass SEK

Andelsklasse under Horisont Pension 2030- Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindekoren - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer i aktier og obligationer - herunder i obligationer fra de nye markeder og virksomheder. Andelsklassen spreder dermed sine investeringer på flere aktivtyper; dvs. både aktier og obligationer. Fordelingen af aktier og obligationer er afhængig af vores forventninger til markedsudviklingen og under hensyn til den samlede risiko. Aktier kan maksimalt udgøre 90 % af andelsklassens formue. Andelsklassen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer aktier og obligationer samt valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

2016 blev et år, hvor den globale økonomi langsomt arbejdede sig ud af de problemer, som skabte store bekymringer i

starten af året. Året lagde ud med en fremstillingssektor, der havde det svært på grund af opbremsning i Kinas vækst og markante fald i olieprisen. Her ved udgangen af året er økonomien forholdsvis langt fremme med at lægge de problemer bag sig. Den globale fremstillingssektor er i fremgang, og råvarepriserne er i løbet af året stille og roligt steget igen. Begge dele har været positivt for den globale økonomi. En anden faktor som har holdt hånden under den globale vækst i 2016, er finans- og pengepolitisk stimuli. Vi trådte ind i 2016 med en forventning fra den amerikanske centralbank (Fed) om, at der lå fire renteforhøjelser forude i år. Det blev kun til en enkelt, fordi Fed valgte at holde pengepolitikken lempelig frem for at gå for hurtigt frem. Også den europæiske centralbank (ECB) har lempet pengepolitikken yderligere i år; primært i form af bankens opkøb af obligationer. Yderligere har Kina stimuleret deres økonomi voldsomt hen over året for at holde hånden under væksten. Alt i alt har en bedring i fremstillingssektoren, en forbedret oliepris og lempelig finans- og pengepolitik altså gjort, at den globale økonomi har formået at ryste den svaghed af sig, som vi trådte ind i året med.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et positivt afkast på 9,39 pct. målt i SEK, mens benchmarket steg 11,51 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var således mindre tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurrenter; men har indfriet vores forventning om et moderat positivt afkast grundet andelsklassens investering i globale aktier.

### Vurdering af resultatet

Andelsklassens investeringer kan grundlæggende inddeles i 3 aktivklasser - aktier; svenske og udenlandske stats- og realkreditobligationer, samt kreditobligationer, der er tæller virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder. Alle aktivklasser bidrog positivt til andelsklassens samlede afkast, mens bidragene lå mere spredt i forhold til benchmark afkastet.

### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: September 2013

Risikoindeksator [1-7]: 5

Benchmark: 28,8% SIXPRX, 43,2% MSCI World AC, 5% BarCap Euro-Agg 500MM Corp A-BBB, hedged til SEK, 5% JPM EMBI Global Diversified hedged to SEK, 18% OMRX Total

Fondskode: DK0060506970

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Formuefordeling

Udenlandske obl.	22,8%
Udenlandske akt.	76,8%
Øvrige inkl. likvide	0,4%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,88
Standardafvigelse	10,18
Tracking error	2,45
Information Ratio	÷0,98
Sharpe Ratio (benchm.)	1,22
Standardafvigelse (benchm.)	9,12

## Horisont Pension 2030, klass SEK

Andelsklasse under Horisont Pension 2030- Akkumulerende KL

Aktiekomponenten var andelsklassens mest positive bidragsyder til andelsklassens afkast, hvor de fleste regioner leverede pæne afkast, hvilket også medførte at globale aktier var den primære drivkraft bag afkastet. Svenske aktier leverede ligeledes yderst positivt til afkastet. Indenfor obligationer var andelsklassens investering i virksomhedsobligationer med lav kreditvurdering den bedste bidragsyder, hvor også nye markeder obligationer bidrog yderst positivt. Svenske obligationer havde en mindre rolle i afkastbidraget, men var stadig positivt.

Andelsklassen formåede ikke at levere et bedre afkast end benchmark i 2016. På trods af gode positive absolutte afkast, så var globale aktier den aktivklasse som trak mest ned i det relative afkast. Svenske obligationer måtte ligeledes se sig slået af sit benchmark, mens svenske aktier trak op.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Andelsklassen starter året med en overvægt til aktier på omkring 5 pct. mens vi indenfor kreditobligationer har en overvægt i forhold til benchmark på omkring 6 pct. Vi har primært fokus på de europæiske markeder, hvor vi ser muligheder i både aktie- og kreditsegmentet. Porteføljens undervægt findes indenfor svenske stats- og realkreditobligationer, og amerikanske aktier. Porteføljens generelle eksponering er i høj grad eksponeret mod udviklingen i renterne, samt olieprisen.

I 2017 er det i vid udstrækning de samme temaer, der vil være fokus på. Det er blandt andet også derfor, at vi ser grund til optimisme. Når vi lægger 2016 bag os, er det med nøgletal der viser, at erhvervstilliden er steget betydeligt i fremstillingssektoren, at sektoren melder om øget ordreindgang, at producentpriserne er på vej op, og at efterspørgslen stiger. Det er en global tendens, som peger i retning af, at sektoren fortsat vil bidrage til væksten 2017.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi indleder 2017 med en overvægt af aktier og kreditobligationer, mens vi er undervægtet i svenske statsobligationer. Inden for aktier starter vi året med et positivt syn på specielt europæiske aktier, men vi er lidt tilbageholdende på amerikanske aktier. Indenfor kreditobligationer er vi overvægtet i europæiske virksomhedsobligationer med lav kreditvurdering samt nye markeder obligationer.

Vi forventer ikke drastiske rentestigninger i 2017, og vi vurderer, at den korrektion, vi har set i obligationsmarkedet, er ved vejs ende. Vi forventer også, at centralbankerne i Europa og Japan vil holde renterne i kort snor, og at risikoen for dollarstyrkelse er større end risikoen for stærkt stigende renter.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Horisont Pension 2030, klass SEK

Andelsklasse under Horisont Pension 2030- Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	2013	2014	2015	2016
Afkast i SEK (pct.)*	-	5,43	14,79	4,57	9,39
Benchmarkafkast i SEK (pct.)*	-	4,90	18,54	5,73	11,51
Sharpe Ratio i SEK	-	-	-	-	0,88
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	105,43	121,02	126,56	138,44
Nettoreultat (t.DKK)*	-	11.029	27.139	35.268	19.032
Administrationsomkostninger (pct.)	-	1,39	1,38	1,38	1,38
Investorerers formue (t.DKK)	-	388.477	420.750	457.732	476.015
Antal andele	-	4.370.997	4.422.628	4.438.463	4.430.951
Stykstørrelse i DKK	-	100	100	100	100

\* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

<b>KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK</b>	<b>1.1.-31.12.2016</b>	<b>1.1.-31.12.2015</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen	25.194	41.582
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	6.162	6.314
<b>Klassens resultat</b>	<b>19.032</b>	<b>35.268</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorerers formue primo	457.732	420.750
Emissioner i året	22.477	28.512
Indløsninger i året	÷23.225	÷26.798
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	0	0
Overførsel af periodens resultat	19.032	35.268
<b>Investorerers formue ultimo</b>	<b>476.015</b>	<b>457.732</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	4.438.463	4.422.628
Emissioner i året	224.401	274.356
Indløsninger i året	÷231.913	÷258.521
<b>Andele ultimo året</b>	<b>4.430.951</b>	<b>4.438.463</b>

## *Horisont Pension 2040 – Akkumulerende KL*

Investerer i svenske og udenlandske aktier og obligationer, herunder værdipapirer fra emerging markets-lande og virksomhederobligationer. Aktier kan maksimalt udgøre 90 pct. af afdelingen. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingen udbydes i en andelsklasse:

- Horisont Pension 2040, klass SEK

Afdelingens ledelsesberetning og det samlede regnskab omfattende resultat af investeringer m.m., som foretages fælles for klasserne, samt resultat af klassernes egne valutaafdækninger og omkostninger findes på de følgende sider:

Noter for de enkelte klasser findes også på de følgende sider:

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

## Horisont Pension 2040 – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	11	2	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	4	2	Indestående i depotselskab	1.413	5.601
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>6</b>	<b>0</b>	<b>I alt likvide midler</b>	<b>1.413</b>	<b>5.601</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab:</b>			<b>Kapitalandele:</b>		
Obligationer	72	÷21	Inv-beviser i andre danske		
Kapitalandele	14.850	19.564	inv- og specialforeninger	109.425	93.897
Valutakonti	÷92	518	Inv-beviser i andre udl.		
Øvrige aktiver/passiver	÷1	0	inv- og specialforeninger	140.980	136.019
4 Handelsomkostninger	÷2	÷1	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>250.405</b>	<b>229.916</b>
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>14.827</b>	<b>20.061</b>	<b>Andre aktiver:</b>		
<b>I alt indtægter</b>	<b>14.833</b>	<b>20.061</b>	Mellemvær. vedr. handelsafv.	229	284
5 Administrationsomkostninger	3.224	3.178	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>229</b>	<b>284</b>
<b>Resultat før skat</b>	<b>11.609</b>	<b>16.883</b>	<b>Aktiver i alt</b>	<b>252.047</b>	<b>235.801</b>
Skat	0	0	<b>Passiver</b>		
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>11.609</b>	<b>16.883</b>	6 Investorers formue	252.037	235.796
<b>Resultatdisponering</b>			<b>Anden gæld:</b>		
Overført til formuen	11.609	16.883	Skyldige omkostninger	10	5
<b>I alt disponeret</b>	<b>11.609</b>	<b>16.883</b>	<b>I alt anden gæld</b>	<b>10</b>	<b>5</b>
			<b>Passiver i alt</b>	<b>252.047</b>	<b>235.801</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	2013	2014	2015	2016
Nettoresultat (t.DKK)*	-	5.220	13.046	16.883	11.609
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	0,00	0,19	0,14	0,31
Investorers formue (t.DKK)	-	185.893	205.896	235.796	252.037

\* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

## Horisont Pension 2040 – Akkumulerende KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	3	0
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	8	2
I alt renteindtægter	11	2

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	4	2
I alt renteudgifter	4	2

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	72	÷21
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	9.108	5.268
Inv-beviser i udenlandske inv- og specialforeninger	5.741	14.296
Valutakonti	÷92	518
Øvrige aktiver/passiver	÷1	0
Handelsomkostninger	÷2	÷1
I alt kursgevinster og -tab	14.827	20.061

Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷2	÷1
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷2	÷1

Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	2.944	0	2.902	0
Fast administrationshonorar	280	0	276	0
I alt opdelte adm.omk.	3.224	0	3.178	0
I alt adm.omkostninger		3.224		3.178

I administrationsomkostningerne indgår t.DKK 2.463 fra "Kursregulering af investeringsbeviser".

Note 6: Investorers formue	2016	2015
	Antal andele i 1.000 DKK	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerens formue primo		205.896
Emissioner i året		23.570
Indløsninger i året		÷18.938
Overførsel af periodens resultat		11.609
I alt investorerens formue	252.037	235.796

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	51,0	48,8
Øvrige finansielle instrumenter	48,4	48,7
I alt finansielle instrumenter	99,4	97,5
Øvrige aktiver og passiver	0,6	2,5
I alt	100,0	100,0



## Horisont Pension 2040, klass SEK

Andelsklasse under Horisont Pension 2040 – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindekoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer i aktier og obligationer – herunder i obligationer fra de nye markeder og virksomheder. Andelsklassen spreder dermed sine investeringer på flere aktivtyper, dvs. både aktier og obligationer. Fordelingen af aktier og obligationer er afhængig af vores forventninger til markedsudviklingen og under hensyn til den samlede risiko. Aktier kan maksimalt udgøre 90% af andelsklassens formue. Andelsklassen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer aktier og obligationer samt valutaer. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

2016 blev et år, hvor den globale økonomi langsomt arbejdede sig ud af de problemer, som skabte store bekymringer i starten af året. Året lagde ud med en fremstillingssektor, der havde det svært på grund af opbremsning i Kinas vækst og markante fald i olieprisen. Her ved udgangen af året er økono-

mien forholdsvis langt fremme med at lægge de problemer bag sig. Den globale fremstillingssektor er i fremgang, og råvarepriserne er i løbet af året stille og roligt steget igen. Begge dele har været positivt for den globale økonomi. En anden faktor som har holdt hånden under den globale vækst i 2016, er finans- og pengepolitisk stimuli. Vi trådte ind i 2016 med en forventning fra den amerikanske centralbank (Fed) om, at der lå fire renteforhøjelser forude i år. Det blev kun til en enkelt, fordi Fed valgte at holde pengepolitikken lempelig frem for at gå for hurtigt frem. Også den europæiske centralbank (ECB) har lempet pengepolitikken yderligere i år, primært i form af bankens opkøb af obligationer. Yderligere har Kina stimuleret deres økonomi voldsomt hen over året for at holde hånden under væksten. Alt i alt har en bedring i fremstillingssektoren, en forbedret oliepris og lempelig finans- og pengepolitik altså gjort, at den globale økonomi har formået at ryste den svaghed af sig, som vi trådte ind i året med.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et positivt afkast på 10,09 pct. målt i SEK, mens benchmark steg 11,51 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var således mindre tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurrenter, men har indfriet vores forventning om et moderat positivt afkast grundet andelsklassens investering i globale aktier.

### Vurdering af resultatet

Andelsklassens investeringer kan grundlæggende inddeles i 3 aktivklasser – aktier, svenske og udenlandske stats- og realkreditobligationer, samt kreditobligationer, der er tæller virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder. Alle aktivklasser bidrog positivt til andelsklassens samlede afkast, mens bidragene lå mere spredt i forhold til benchmark afkastet.

Aktiekomponenten var andelsklassens mest positive bidragsyder til andelsklassens afkast, hvor de fleste regioner leverede pæne afkast, hvilket også medførte at globale aktier var den primære drivkraft bag afkastet. Svenske aktier leverede ligeledes yderst positivt til afkastet. Indenfor obligationer var

### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: September 2013

Risikoindeks (1-7): 5

Benchmark: 30% SIXPRX, 45% MSCI World AC, 5% BarCap Euro-Agg 500MM Corp A-BBB, hedged til SEK, 5% JPM EMBI Global Diversified hedged to SEK, 15% OMRX Total

Fondskode: DK0060507002

Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Formuefordeling

Udenlandske obl.	18,1%
Udenlandske akt.	81,4%
Øvrige inkl. likvide	0,5%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,90
Standardafvigelse	10,15
Tracking error	2,47
Information Ratio	÷0,89
Sharpe Ratio (benchm.)	1,22
Standardafvigelse (benchm.)	9,12

## Horisont Pension 2040, klass SEK

Andelsklasse under Horisont Pension 2040 – Akkumulerende KL

andelsklassens investeringer i virksomhedsobligationer med lav kreditvurdering den bedste bidragsyder, hvor også nye markeder obligationer bidrog yderst positivt. Svenske obligationer havde en mindre rolle i afkastbidraget, men var stadig positivt.

Andelsklassen formåede ikke at levere et bedre afkast end benchmark i 2016. På trods af gode positive absolutte afkast, så var globale aktier den aktivklasse som trak mest ned i det relative afkast. Svenske obligationer måtte ligeledes se sig slået af sit benchmark, mens svenske aktier trak op.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Andelsklassen starter året med en overvægt til aktier på omkring 5 pct. mens vi indenfor kreditobligationer har en overvægt i forhold til benchmark på omkring 5 pct. Vi har primært fokus på de europæiske markeder, hvor vi ser muligheder i både aktie- og kreditsegmentet. Porteføljens undervægt findes indenfor svenske stats- og realkreditobligationer, og amerikanske aktier. Porteføljens generelle eksponering er i høj grad eksponeret mod udviklingen i renterne, samt olieprisen.

I 2017 er det i vid udstrækning de samme temaer, der vil være fokus på. Det er blandt andet også derfor, at vi ser grund til optimisme. Når vi lægger 2016 bag os, er det med nøgletal der viser, at erhvervstilliden er steget betydeligt i fremstillingssektoren, at sektoren melder om øget ordreindgang, at producentpriserne er på vej op, og at efterspørgslen stiger. Det er en global tendens, som peger i retning af, at sektoren fortsat vil bidrage til væksten i 2017.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi indleder 2017 med en overvægt af aktier og kreditobligationer, mens vi er undervægtet i svenske statsobligationer. Inden for aktier starter vi året med et positivt syn på specielt europæiske aktier, men vi er lidt tilbageholdende på amerikanske aktier. Indenfor kreditobligationer er vi overvægtet i europæiske obligationer med lav kreditvurdering, samt nye markeder obligationer.

Vi forventer ikke drastiske rentestigninger i 2017, og vi vurderer, at den korrektion, vi har set i obligationsmarkedet, er ved vejs ende. Vi forventer også, at centralbankerne i Europa og Japan vil holde renterne i kort snor, og at risikoen for dollarstyrkelse er større end risikoen for stærkt stigende renter.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Horisont Pension 2040, klass SEK

Andelsklasse under Horisont Pension 2040 – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	2013	2014	2015	2016
Afkast i SEK (pct.)*	-	5,41	14,79	4,52	10,09
Benchmarkafkast i SEK (pct.)*	-	4,90	18,54	5,73	11,51
Sharpe Ratio i SEK	-	-	-	-	0,90
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	105,41	121,00	126,48	139,24
Nettoresultat (t.DKK)*	-	5.220	13.046	16.883	11.609
Administrationsomkostninger (pct.)	-	1,39	1,39	1,38	1,38
Investorerers formue (t.DKK)	-	185.893	205.896	235.796	252.037
Antal andele	-	2.092.025	2.164.625	2.287.935	2.332.676
Stykstørrelse i DKK	-	100	100	100	100

\* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

<b>KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK</b>	<b>1.1.-31.12.2016</b>	<b>1.1.-31.12.2015</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen	14.833	20.061
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	3.224	3.178
<b>Klassens resultat</b>	<b>11.609</b>	<b>16.883</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorerers formue primo	235.796	205.896
Emissioner i året	23.570	29.503
Indløsninger i året	÷ 18.938	÷ 16.485
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	0	0
Overførsel af periodens resultat	11.609	16.883
<b>Investorerers formue ultimo</b>	<b>252.037</b>	<b>235.796</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	2.287.935	2.164.625
Emissioner i året	233.248	282.316
Indløsninger i året	÷ 188.507	÷ 159.006
<b>Andele ultimo året</b>	<b>2.332.676</b>	<b>2.287.935</b>

## *Horisont Rente Konservativ – Akkumulerende KL*

Investerer i obligationer, herunder virksomheder obligationer. Aktier kan maksimalt udgøre 15 pct. af afdelingen. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Afdelingen udbydes i tre andelsklasser:

- Horisont Rente Konservativ, klasse NOK
- Horisont Rente Konservativ, klasse NOK W
- Horisont Rente Konservativ Institusjon, klasse NOK I

Afdelingens ledelsesberetning og det samlede regnskab omfattende resultat af investeringer m.m., som foretages fælles for klasserne, samt resultat af klassernes egne valuta-afdækninger og omkostninger findes på de følgende sider:

Noter for de enkelte klasser findes også på de følgende sider:

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

## Horisont Rente Konservativ – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	14.12.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 NOK	1.000 NOK		1.000 NOK	1.000 NOK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	13.717	23	<b>Likvide midler:</b>		
I alt renter og udbytter	13.716	23	Indestående i depotselskab	31.543	17.563
<b>2 Kursgevinster og -tab:</b>			I alt likvide midler	31.543	17.563
Obligationer	712	29	<b>Obligationer:</b>		
Kapitalandele	2.933	÷6	Not. obl. fra udl. udstedere	762.866	29.226
Valutakonti	2	0	Unoterede obligationer	31.111	0
3 Handelsomkostninger	÷20	÷15	I alt obligationer	793.977	29.226
I alt kursgevinster og -tab	3.627	8	<b>Kapitalandele:</b>		
<b>I alt indtægter</b>	<b>17.343</b>	<b>31</b>	Inv-beviser i andre danske		
4 Administrationsomkostninger	2.017	7	inv- og specialforeninger	89.123	7.842
<b>Resultat før skat</b>	<b>15.326</b>	<b>23</b>	I alt kapitalandele	89.123	7.842
Skat	0	0	<b>Andre aktiver:</b>		
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>15.326</b>	<b>23</b>	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	6.502	290
<b>Resultatdisponering</b>			I alt andre aktiver	6.502	290
Overført til formuen	15.326	23	<b>Aktiver i alt</b>	<b>921.145</b>	<b>54.922</b>
<b>I alt disponeret</b>	<b>15.326</b>	<b>23</b>	<b>Passiver</b>		
			5 Investorerers formue	920.951	50.976
			<b>Anden gæld:</b>		
			Skyldige omkostninger	33	6
			Mellemvær. vedr. handelsafv.	161	3.940
			I alt anden gæld	194	3.946
			<b>Passiver i alt</b>	<b>921.145</b>	<b>54.922</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	-	2015	2016
Nettoresultat (t.NOK)*	-	-	-	23	15.326
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	0	0,00
Investorerers formue (t.NOK)	-	-	-	50.976	920.951

\* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

## Horisont Rente Konservativ – Akkumulerende KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 NOK	2016	2015
Indestående i depotselskab	148	3
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	13.294	20
Unoterede obligationer	274	0
I alt renteindtægter	13.717	23

Note 2: Kursgevinster og -tab i 1.000 NOK	2016	2015
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	607	29
Unoterede obligationer	105	0
Inv.-beviser i danske inv- og specialforeninger	2.933	+6
Valutakonti	2	0
Handelsomkostninger	+20	+15
I alt kursgevinster og -tab	3.627	8

Note 3: Handelsomkostninger i 1.000 NOK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	+20	+15
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+20	+15

Note 4: Administrationsomkostninger i 1.000 NOK	2016		2015	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	1.113	0	5	0
Fast administrationshonorar	904	0	2	0
I alt opdelte adm.omk.	2.017	0	7	0
I alt adm.omkostninger		2.017		7

I administrationsomkostningerne indgår t.NOK 571 fra "Kursregulering af investeringsbeviser".

Note 5: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 NOK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 NOK
Investorerens formue primo		50.976		0
Emissioner i året		1.361.419		50.931
Indløsninger i året		+508.493		0
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		1.724		21
Overførsel af periodens resultat		15.326		23
I alt investorenes formue		920.951		50.976

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	82,8	57,3
Øvrige finansielle instrumenter	13,1	15,4
I alt finansielle instrumenter	95,9	72,7
Øvrige aktiver og passiver	4,1	27,3
I alt	100,0	100,0

### Inv.beviser i danske og udenlandske inv. og specialforeninger i 1.000 NOK

Beholdningen består af aktiebaserede afdelinger af danske og udenlandske investeringsforeninger. Specifikation findes i beholdningslisten jævnfør noten ovenfor.

I beholdningen indgår følgende unoterede investeringsforeninger, hvor afdelingen besidder mere end 5 pct. af kapitalen.

	Egenkapital 31.12.2016	
	Ejerandel	1.000 DKK
No Kr Obl, kl NOK h	5,51	1.324.483

## Horisont Rente Konservativ, klasse NOK

Andelsklasse under Horisont Rente Konservativ – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindekset – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer i norske og udenlandske obligationer, herunder i statsobligationer udstedt af lande med en høj kreditvurdering og i statsobligationer udstedt af lande fra nye markeder, dvs. lande med lav kreditvurdering, samt i obligationer og lignende udstedt af kreditinstitutioner og virksomheder med såvel høj som lav kreditvurdering. Obligationerne kan være udstedt i såvel norske kroner som i udenlandske valutaer; ligesom obligationerne kan have såvel kort som lang varighed. Andelsklassen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle obligationstyper og valutaer; dog udgør norske obligationer minimum 80% af formuen. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet.

### Markedet

2016 blev et begivenhedsrigt år, idet året startede med bekymringer for recession i USA, delvist på grund af en styrket USD, og ikke mindst på grund af kollapset i energiinvesteringerne som konsekvens af det store fald i olieprisen. Renterne reagerede over en bred kam med at falde grundet de

negative vækstforventninger. Dette billede blev yderligere forstærket af det overraskende nej til EU fra britisk side ved folkeafstemningen i juni. Da den europæiske centralbank (ECB) samtidig i hele perioden, via deres obligationsopkøbsprogram opkøbte store mængder obligationer for at stimulere økonomien, faldt renterne løbende. Ved årets afslutning var krisefrygten afløst af spirende vækstforventninger. Trumps overraskende valgsejr resulterede kortvarigt i aktiekursfald og faldende renter. Hurtigt ændredes markedsstemningen. Optimisme og fornyet tro på økonomisk vækst, samt stigende inflation medførte stigende aktiekurser og stigende renter mod slutningen af året.

Norsk økonomi klarede sig bedre end mange havde frygtet efter det kraftige fald i olieprisen de seneste år. I løbet af året er olieprisen steget markant, og er omkring det dobbelte af det laveste niveau vi nåede i januar. En medvirkende faktor til økonomien var også en kraftig stigning i boligpriserne, godt hjulpet af den lave rente.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et positivt afkast på 3,00 pct. målt i NOK, mens benchmarket steg 1,04 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således meget tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurrenter, og har indfriet vores forventning om et lavt men positivt afkast grundet en overvægt af norske virksomhedsobligationer.

### Vurdering af resultatet

Det højere merafkast kan henføres til andelsklassens beholdning af norske obligationer, som klarede sig væsentlig bedre end benchmark. En væsentlig årsag til det var først og fremmest en høj andel af norske virksomhedsobligationer, der gav et væsentligt højere afkast end statsobligationer i perioden grundet markant faldende kreditspænd i specielt første halvår af 2016.

Modsat var der negative bidrag til merafkastet fra beholdningen af nordiske virksomhedsobligationer der gav et væsentlig lavere afkast end markedet grundet en lav rentefølsomhed i porteføljen.

### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: December 2015

Risikoindeks (1-7): 2

Benchmark: 45% OSE Statsindeks 3 mnd (ST1X), 45% OSE Statsobligationssindeks 3 år (ST4X), 5% Barclays Capital Euro-Agg. 500MM Corp A-BBB hedged mod NOK, og 5% Barclays Corporate Scandi All Grades Index, 5 pct. Issuer capped, hedged til NOK.

Fondskode: DK0060657757

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Varigheder

0-1 år	47,7%
1-3 år	28,0%
3-5 år	18,7%
5-10 år	2,2%
Øvrige inkl. likvide	3,4%

## Horisont Rente Konservativ, klasse NOK

Andelsklasse under Horisont Rente Konservativ – Akkumulerende KL

Vi har gennem året holdt andelen af norske obligationer nogenlunde konstant, ligesom beholdningen af internationale virksomhedsobligationer har været uændret i perioden på niveau med andelen i benchmark.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Ved indgangen til 2017 har andelsklassen investeret 10 pct. af beholdningen i nordiske kreditobligationer. Den resterende del er investeret i norske obligationer. Andelsklassens risiko er derfor både relateret til kreditrisiko samt risikoen i forhold til renteutviklingen, både globalt og specielt i Norge.

Vi vurderer, at den største risiko for europæisk økonomi i 2017 vil være politisk usikkerhed. Vi står foran en række betydningsfulde valg hvor de mest centrale bliver i Frankrig og Tyskland. I begge tilfælde truer den tiltagende populisme, og vi kan ikke på forhånd udelukke, at vi endnu engang må erkende, at de etablerede partier taber terræn og måske endda magten. Udfaldene af begge valg vil påvirke stemningen i hele Europa, men vi vurderer ikke, at begivenhederne for alvor vil sætte sig i europæisk økonomi. Desuden vil udsving i olieprisen fortsat være en betydelig risiko for udviklingen i norsk økonomi.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at global økonomi vil levere robust vækst i 2017, og det er positivt for de børsnoterede virksomheder, hvis indtjening længe har været under pres grundet det svage globale vækstmiljø. Derfor er der udsigt til flot indtjeningsvækst i 2017. Ligeledes forventer vi, at alle de store økonomier vil fastholde lempelig både penge- og finanspolitik, og det vil medvirke til, at økonomierne vil fastholde de flotte takter, de viste ved udgangen af 2016.

I USA forventer vi at se en gradvis normalisering af pengepolitikken i lyset af et stramt arbejdsmarked med stigende lønninger og forbrugerpriser til følge. Derfor vil den amerikanske centralbank hæve renterne to til tre gange i løbet af året, uden at dette bremser væksten. Trumps løfter om lempeligere finanspolitik vil sandsynligvis påvirke væksten positivt.

I Europa forventer vi lempelig penge- og finanspolitik. I det lys forlængede den europæiske centralbank (ECB) i december igen deres opkøbsprogram af obligationer. ECB vil bidrage positivt til væksten ved at holde renterne nede og euroen svag. Vi forventer, at Sydeuropa vil følge anbefalingen og lade de offentlige budgetter skride yderligere. Europa vil derfor vokse over sit langsigtede potentiale.

Vi forventer at de norske renter forbliver lave gennem 2017, men udelukker ikke at renterne kan fortsætte stigningerne fra andet halvår 2016. Norsk økonomi ser ud til at være kommet pænt over det værste chok fra faldet i olieprisen, men vi forventer at 2017 fortsat kan blive et svært år for olierelaterede selskaber. Vi har fortsat større forventninger til virksomhedsobligationer med høj kreditvurdering fremfor statsobligationer. Det løbende merafkast er godt betalt i forhold til risikoen, og et fald i kreditspændet kan give et pænt afkast. Vi frygter samtidig norske renter kan stige noget hurtigere end markedsforventningerne.

Samlet set ser vi positivt på afkastmulighederne for 2017. Vi forventer positive afkast på virksomhedsobligationer, men forventer ikke markant høje afkast på obligationer.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.



## Horisont Rente Konservativ, klasse NOK

Andelsklasse under Horisont Rente Konservativ – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	-	2015	2016
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	0,11	3,00
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	÷0,07	1,04
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	100,11	103,12
Nettoreultat (t.NOK)*	-	-	-	16	1.108
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	0,50	0,50
Investorers formue (t.NOK)	-	-	-	20.606	117.255
Antal andele	-	-	-	205.825	1.137.055
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	100	100

\* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 NOK	1.1.-31.12.2016	14.12.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	1.400	20
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	292	4
<b>Klassens resultat</b>	<b>1.108</b>	<b>16</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 NOK</b>		
Investorers formue primo	20.606	0
Emissioner i året	124.032	20.584
Indløsninger i året	÷28.644	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	153	6
Overførsel af periodens resultat	1.108	16
<b>Investorers formue ultimo</b>	<b>117.255</b>	<b>20.606</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	205.825	0
Emissioner i året	1.213.213	205.825
Indløsninger i året	÷281.983	0
<b>Andele ultimo året</b>	<b>1.137.055</b>	<b>205.825</b>

## Horisont Rente Konservativ, klasse NOK W

Andelsklasse under Horisont Rente Konservativ – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer i norske og udenlandske obligationer, herunder i statsobligationer udstedt af lande med en høj kreditvurdering og i statsobligationer udstedt af lande fra nye markeder, dvs. lande med lav kreditvurdering, samt i obligationer og lignende udstedt af kreditinstitutioner og virksomheder med såvel høj som lav kreditvurdering. Obligationerne kan være udstedt i såvel norske kroner som i udenlandske valutaer, ligesom obligationerne kan have såvel kort som lang varighed. Andelsklassen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle obligationstyper og valutaer, dog udgør norske obligationer minimum 80% af formuen. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet.

### Markedet

2016 blev et begivenhedsrigt år, idet året startede med bekymringer for recession i USA, delvist på grund af en

styrket USD, og ikke mindst på grund af kollapset i energiinvesteringerne som konsekvens af det store fald i olieprisen. Renterne reagerede over en bred kam med at falde grundet de negative vækstforventninger. Dette billede blev yderligere forstærket af det overraskende nej til EU fra britisk side ved folkeafstemningen i juni. Da den europæiske centralbank (ECB) samtidig i hele perioden, via deres obligationsopkøbsprogram opkøbte store mængder obligationer for at stimulere økonomien, faldt renterne løbende. Ved årets afslutning var krisefrygten afløst af spirende vækstforventninger. Trumps overraskende valgsejr resulterede kortvarigt i aktiekursfald og faldende renter. Hurtigt ændredes markedsstemningen. Optimisme og fornyet tro på økonomisk vækst, samt stigende inflation medførte stigende aktiekurser og stigende renter mod slutningen af året.

Norsk økonomi klarede sig bedre end mange havde frygtet efter det kraftige fald i olieprisen de seneste år. I løbet af året er olieprisen steget markant, og er omkring det dobbelte af det laveste niveau fra januar måned. En medvirkende faktor til økonomien var også en kraftig stigning i boligpriserne, godt hjulpet af den lave rente.

### Afkast og benchmark

Siden andelsklassen blev introduceret den 20. april 2016 gav den et positivt afkast på 1,85 pct. målt i NOK, mens benchmarket steg 0,36 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således meget tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurrenter, og har indfriet vores forventning om et lavt men positivt afkast grundet en overvægt af norske virksomhedsobligationer.

### Vurdering af resultatet

Det højere merafkast kan henføres til andelsklassens beholdning af norske obligationer, som klarede sig væsentlig bedre end benchmark. En væsentlig årsag til det var først og fremmest en høj andel af norske kreditobligationer, der gav et væsentligt højere afkast end statsobligationer i perioden grundet faldende kreditspænd gennem året.

### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: April 2016

Risikoindikator (1-7): 2

Benchmark: 45% OSE Statsindeks 3 mnd (ST1X), 45% OSE Statsobligasjon-sindeks 3 år (ST4X), 5% Barclays Capital Euro-Agg. 500MM Corp A-BBB hedged mod NOK, og 5% Barclays Corporate Scandi All Grades Index, 5 pct. Issuer capped, hedged til NOK.

Fondskode: DK0060658052

Porteføljerrådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Varigheder

0-1 år 47,7%

1-3 år 28,0%

3-5 år 18,7%

5-10 år 2,2%

Øvrige inkl. likvide 3,4%

## Horisont Rente Konservativ, klasse NOK W

Andelsklasse under Horisont Rente Konservativ – Akkumulerende KL

Modsat var der negative bidrag til merafkastet fra beholdningen af nordiske virksomhedsobligationer der gav et væsentlig lavere afkast end markedet grundet en lav rentefølsomhed i porteføljen.

Vi har gennem året holdt andelen af norske obligationer nogenlunde konstant, ligesom beholdningen af internationale virksomhedsobligationer har været uændret i perioden på niveau med andelen i benchmark.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Ved indgangen til 2017 har andelsklassen investeret 10 pct. af beholdningen i nordiske virksomhedsobligationer. Den resterende del er investeret i norske obligationer. Andelsklassens risiko er derfor både relateret til kreditrisiko samt risikoen i forhold til renteutviklingen, både globalt og specielt i Norge.

Vi vurderer, at den største risiko for europæisk økonomi i 2017 vil være politisk usikkerhed. Vi står foran en række betydningsfulde valg hvor de mest centrale bliver i Frankrig og Tyskland. I begge tilfælde truer den tiltagende populisme, og vi kan ikke på forhånd udelukke, at vi endnu engang må erkende, at de etablerede partier taber terræn og måske endda magten. Udfaldene af begge valg vil påvirke stemningen i hele Europa, men vi vurderer ikke, at begivenhederne for alvor vil sætte sig i europæisk økonomi. Desuden vil udsving i olieprisen fortsat være en betydelig risiko for udviklingen i norsk økonomi.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at global økonomi vil levere robust vækst i 2017, og det er positivt for de børsnoterede virksomheder, hvis indtjening længe har været under pres grundet det svage globale vækstmiljø. Derfor er der udsigt til flot indtjeningsvækst i 2017. Ligeledes forventer vi, at alle de store økonomier vil fastholde lempelig både penge- og finanspolitik, og det vil medvirke til, at økonomierne vil fastholde de flotte takter, de viste ved udgangen af 2016.

I USA forventer vi at se en gradvis normalisering af pengepolitikken i lyset af et stramt arbejdsmarked med stigende lønninger og forbrugerpriser til følge. Derfor vil den amerikanske centralbank hæve renterne to til tre gange i løbet af året, uden at dette bremser væksten. Trump's løfter om lempeligere finanspolitik vil sandsynligvis påvirke væksten positivt.

I Europa forventer vi lempelig penge- og finanspolitik. I det lys forlængede den europæiske centralbank, ECB, i december igen deres opkøbsprogram af obligationer. ECB vil bidrage positivt til væksten ved at holde renterne nede og euroen svag. Vi forventer, at Sydeuropa vil følge anbefalingen og lade de offentlige budgetter skride yderligere. Europa vil derfor vokse over sit langsigtede potentiale.

Vi forventer at de norske renter forbliver lave gennem 2017, men udelukker ikke at renterne kan fortsætte stigningerne fra sidste halvdel af 2016. Norsk økonomi ser ud til at være kommet pænt over det værste chok fra faldet i olieprisen, men vi forventer at 2017 fortsat kan blive et svært år for olierelaterede selskaber. Vi har fortsat større forventninger til virksomhedsobligationer med høj kreditvurdering fremfor statspapirer. Det løbende merafkast er godt betalt i forhold til risikoen, og et fald i kreditspændet kan give et pænt afkast. Vi frygter samtidig norske renter kan stige noget hurtigere end markedsforventningerne.

Samlet set ser vi positivt på afkastmulighederne for 2017. Vi forventer positive afkast på virksomhedsobligationer, men forventer ikke markant høje afkast på obligationer.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Horisont Rente Konservativ, klasse NOK W

Andelsklasse under Horisont Rente Konservativ – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	-	-	2016
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	1,85
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	0,36
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	-	101,79
Nettoresultat (t.NOK)*	-	-	-	-	11.429
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	0,27
Investorerens formue (t.NOK)	-	-	-	-	686.888
Antal andele	-	-	-	-	6.747.880
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	-	100

\* 2016 dækker en periode på mindre end 12 måneder

<b>KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 NOK</b>		<b>20.4.2016</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen		12.801
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger		1.372
<b>Klassens resultat</b>		<b>11.429</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>		<b>2016</b>
Øvrige finansielle instrumenter		100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>		<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>		<b>2016</b>
<b>Formueværdi i 1.000 NOK</b>		
Investorerens formue primo		0
Emissioner i året		1.041.894
Indløsninger i året		÷367.699
Emissionstillæg og indløsningsfradrag		1.263
Overførsel af periodens resultat		11.429
<b>Investorerens formue ultimo</b>		<b>686.888</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året		0
Emissioner i året		10.371.232
Indløsninger i året		÷3.623.352
<b>Andele ultimo året</b>		<b>6.747.880</b>

## Horisont Rente Konservativ Institution, klasse NOK I

Andelsklasse under Horisont Rente Konservativ – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer i norske og udenlandske obligationer, herunder i statsobligationer udstedt af lande med en høj kreditvurdering og i statsobligationer udstedt af lande fra nye markeder, dvs. lande med lav kreditvurdering, samt i obligationer og lignende udstedt af kreditinstitutioner og virksomheder med såvel høj som lav kreditvurdering. Obligationerne kan være udstedt i såvel norske kroner som i udenlandske valutaer; ligesom obligationerne kan have såvel kort som lang varighed. Andelsklassen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle obligationstyper og valutaer; dog udgør norske obligationer minimum 80% af formuen. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet.

### Markedet

2016 blev et begivenhedsrigt år; idet året startede med bekymringer for recession i USA, delvist på grund af en styrket USD, og ikke mindst på grund af kollapset i energiinveste-

ringerne som konsekvens af det store fald i olieprisen. Renterne reagerede over en bred kam med at falde grundet de negative vækstforventninger. Dette billede blev yderligere forstærket af det overraskende nej til EU fra britisk side ved folkeafstemningen i juni. Da den europæiske centralbank (ECB) samtidig i hele perioden, via deres obligationsopkøbsprogram opkøbte store mængder obligationer for at stimulere økonomien, faldt renterne løbende. Ved årets afslutning var krisefrygten afløst af spirende vækstforventninger. Trumps overraskende valgsejr resulterede kortvarigt i aktiekursfald og faldende renter. Hurtigt ændredes markedsstemningen. Optimisme og fornyet tro på økonomisk vækst, samt stigende inflation medførte stigende aktiekurser og stigende renter mod slutningen af året.

Norsk økonomi klarede sig bedre end mange havde frygtet efter det kraftige fald i olieprisen de seneste år. I løbet af året er olieprisen steget markant, og er omkring det dobbelte af det laveste niveau vi nåede i januar. En medvirkende faktor til økonomien var også en kraftig stigning i boligpriserne, godt hjulpet af den lave rente.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et positivt afkast på 3,18 pct. målt i NOK, mens benchmarket steg 1,04 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således meget tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurrenter; og har indfriet vores forventning om et lavt men positivt afkast grundet en overvægt af norske virksomhedsobligationer.

### Vurdering af resultatet

Det højere merafkast kan henføres til andelsklassens beholdning af norske obligationer; som klarede sig væsentlig bedre end benchmark. En væsentlig årsag til det var først og fremmest en høj andel af norske virksomhedsobligationer; der gav et væsentligt højere afkast end statsobligationer i perioden grundet markant faldende kredittspænd i specielt første halvår af 2016.

Modsat var der negative bidrag til merafkastet fra beholdningen af nordiske virksomhedsobligationer der gav et væsentlig

### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: December 2015

Risikoindikator [1-7]: 2

Benchmark: 45% OSE Statsindeks 3 mnd (ST1X), 45% OSE Statsobligationssindeks 3 år (ST4X), 5% Barclays Capital Euro-Agg. 500MM Corp A-BBB hedged mod NOK, og 5% Barclays Corporate Scandi All Grades Index, 5 pct. Issuer capped, hedged til NOK.

Fondskode: DK0060657831

Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Varigheder

0-1 år	47,7%
1-3 år	28,0%
3-5 år	18,7%
5-10 år	2,2%
Øvrige inkl. likvide	3,4%

## Horisont Rente Konservativ Institusjon, klasse NOK I

Andelsklasse under Horisont Rente Konservativ – Akkumulerende KL

lavere afkast end markedet grundet en lav rentefølsomhed i porteføljen.

Vi har gennem året holdt andelen af norske obligationer nogenlunde konstant, ligesom beholdningen af internationale virksomhedsobligationer har været uændret i perioden på niveau med andelen i benchmark.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Ved indgangen til 2017 har andelsklassen investeret 10 pct. af beholdningen i nordiske kreditobligationer. Den resterende del er investeret i norske obligationer. Andelsklassens risiko er derfor både relateret til kreditrisiko samt risikoen i forhold til renteutviklingen, både globalt og specielt i Norge.

Vi vurderer, at den største risiko for europæisk økonomi i 2017 vil være politisk usikkerhed. Vi står foran en række betydningsfulde valg hvor de mest centrale bliver i Frankrig og Tyskland. I begge tilfælde truer den tiltagende populisme, og vi kan ikke på forhånd udelukke, at vi endnu engang må erkende, at de etablerede partier taber terræn og måske endda magten. Udfaldene af begge valg vil påvirke stemningen i hele Europa, men vi vurderer ikke, at begivenhederne for alvor vil sætte sig i europæisk økonomi. Desuden vil udsving i olieprisen fortsat være en betydelig risiko for udviklingen i norsk økonomi.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at global økonomi vil levere robust vækst i 2017, og det er positivt for de børsnoterede virksomheder, hvis indtjening længe har været under pres grundet det svage globale vækstmiljø. Derfor er der udsigt til flot indtjeningsvækst i 2017. Ligeledes forventer vi, at alle de store økonomier vil fastholde lempelig både penge- og finanspolitik, og det vil medvirke til, at økonomierne vil fastholde de flotte takter, de viste ved udgangen af 2016.

I USA forventer vi at se en gradvis normalisering af pengepolitikken i lyset af et stramt arbejdsmarked med stigende lønninger og forbrugerpriser til følge. Derfor vil den amerikanske centralbank hæve renterne to til tre gange i løbet af året, uden at dette bremser væksten. Trumps løfter om lempeligere finanspolitik vil sandsynligvis påvirke væksten positivt.

I Europa forventer vi lempelig penge- og finanspolitik. I det lys forlængede den europæiske centralbank (ECB) i december igen deres opkøbsprogram af obligationer. ECB vil bidrage positivt til væksten ved at holde renterne nede og euroen svag. Vi forventer, at Sydeuropa vil følge anbefalingen og lade de offentlige budgetter skride yderligere. Europa vil derfor vokse over sit langsigtede potentiale.

Vi forventer at de norske renter forbliver lave gennem 2017, men udelukker ikke at renterne kan fortsætte stigningerne fra andet halvår 2016. Norsk økonomi ser ud til at være kommet pænt over det værste chok fra faldet i olieprisen, men vi forventer at 2017 fortsat kan blive et svært år for olierelaterede selskaber. Vi har fortsat større forventninger til virksomhedsobligationer med høj kreditvurdering fremfor statsobligationer. Det løbende merafkast er godt betalt i forhold til risikoen, og et fald i kreditspændet kan give et pænt afkast. Vi frygter samtidig norske renter kan stige noget hurtigere end markedsforventningerne.

Samlet set ser vi positivt på afkastmulighederne for 2017. Vi forventer positive afkast på virksomhedsobligationer, men forventer ikke markant høje afkast på obligationer.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Horisont Rente Konservativ Institusjon, klasse NOK I

Andelsklasse under Horisont Rente Konservativ – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	-	2015	2016
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	0,12	3,18
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	÷0,07	1,04
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	100,12	103,31
Nettoreultat (t.NOK)*	-	-	-	7	2.789
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	0,35	0,35
Investorers formue (t.NOK)	-	-	-	30.370	116.809
Antal andele	-	-	-	303.324	1.130.642
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	100	100

\* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 NOK	1.1.-31.12.2016	14.12.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	3.142	10
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	353	3
<b>Klassens resultat</b>	<b>2.789</b>	<b>7</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 NOK</b>		
Investorers formue primo	30.370	0
Emissioner i året	195.492	30.347
Indløsninger i året	÷112.150	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	308	15
Overførsel af periodens resultat	2.789	7
<b>Investorers formue ultimo</b>	<b>116.809</b>	<b>30.370</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	303.324	0
Emissioner i året	1.934.270	303.324
Indløsninger i året	÷1.106.952	0
<b>Andele ultimo året</b>	<b>1.130.642</b>	<b>303.324</b>

## *Horisont Rente Offensiv – Akkumulerende KL*

Investerer i danske og udenlandske obligationer, herunder værdipapirer fra Emerging Markets-lande og virksomhederobligationer. Aktier kan maksimalt udgøre 15 pct. af afdelingen. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Afdelingen udbydes i to andelsklasser:

- Horisont Rente Offensiv, klasse NOK
- Horisont Rente Offensiv Institusjon, klasse NOK I

Afdelingens ledelsesberetning og det samlede regnskab omfattende resultat af investeringer m.m., som foretages fælles for klasserne, samt resultat af klassernes egne valutaafdækninger og omkostninger findes på de følgende sider:

Noter for de enkelte klasser findes også på de følgende sider:

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



## Horisont Rente Offensiv – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse		Balance	
31.8.-31.12.2016 1.000 NOK		31.12.2016 1.000 NOK	
<b>Renter og udbytter:</b>		<b>Aktiver</b>	
1 Renteindtægter	112	<b>Likvide midler:</b>	
I alt renter og udbytter	112	Indestående i depotselskab	÷ 102
2 Kursgevinster og -tab:		I alt likvide midler	÷ 102
Obligationer	÷66	<b>Obligationer:</b>	
Kapitalandele	100	Not. obl. fra udl. udstedere	22.335
3 Handelsomkostninger	0	Unoterede obligationer	1.001
I alt kursgevinster og -tab	35	I alt obligationer	23.336
I alt indtægter	147	<b>Kapitalandele:</b>	
4 Administrationsomkostninger	95	Inv-beviser i andre danske inv- og specialforeninger	45.157
Resultat før skat	52	Inv-beviser i andre udl. inv- og specialforeninger	9.549
Skat	0	I alt kapitalandele	54.706
Årets nettoresultat	52	<b>Andre aktiver:</b>	
Resultatdisponering		Tilg.hav. renter; udbytter m.m.	156
Overført til formuen	52	Mellemvær. vedr. handelsafv.	800
I alt disponeret	52	I alt andre aktiver	956
		<b>Aktiver i alt</b>	<b>78.896</b>
		<b>Passiver</b>	
		5 Investorerens formue	78.896
		<b>Anden gæld:</b>	
		Skyldige omkostninger	0
		I alt anden gæld	0
		<b>Passiver i alt</b>	<b>78.896</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	-	-	2016
Nettoresultat (t.NOK)*	-	-	-	-	52
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	-	0,00
Investorerens formue (t.NOK)	-	-	-	-	78.896

\* 2016 dækker en periode på mindre end 12 måneder

## Horisont Rente Offensiv – Akkumulerende KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 NOK	2016
Indestående i depotselskab	4
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	102
Unoterede obligationer	6
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>112</b>

Note 2: Kursgevinster og -tab i 1.000 NOK	2016
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	÷64
Unoterede obligationer	÷2
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	97
Inv-beviser i udenlandske inv- og specialforeninger	3
Handelsomkostninger	0
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>35</b>

Note 3: Handelsomkostninger i 1.000 NOK	2016
Bruttohandelsomkostninger	0
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>0</b>

Note 4: Administrationsomkostninger i 1.000 NOK	2016	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	73	0
Fast administrationshonorar	21	0
I alt opdelte adm.omk.	95	0
<b>I alt adm.omkostninger</b>	<b>95</b>	

I administrationsomkostningerne indgår t.NOK 95 fra "Kursregulering af investeringsbeviser".

Note 5: Investorers formue	2016
	Antal andele Formueværdi i 1.000 NOK
Emissioner i året	89.994
Indløsninger i året	÷11.328
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	177
Overførsel af periodens resultat	52
<b>I alt investorens formue</b>	<b>78.896</b>

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016
Børsnoterede finansielle instrumenter	40,4
Øvrige finansielle instrumenter	58,5
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>98,9</b>
Øvrige aktiver og passiver	1,1
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>

### Inv.beviser i danske og udenlandske inv. og specialforeninger i 1.000 NOK

Beholdningen består af aktiebaserede afdelinger af danske og udenlandske investeringsforeninger. Specifikation findes i beholdningslisten jævnfør noten ovenfor.

I beholdningen indgår følgende unoterede investeringsforeninger, hvor afdelingen besidder mere end 5 pct. af kapitalen.

	Egenkapital 31.12.2016 1.000 DKK
GI HY Obl, kl. NOK h	19,72 32.612

## Horisont Rente Offensiv, klasse NOK

Andelsklasse under Horisont Rente Offensiv – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindekset – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer i norske og udenlandske obligationer, herunder i statsobligationer udstedt af lande med en høj kreditrating og i statsobligationer udstedt af emerging markedslande, dvs. lande med lav kreditrating, samt i obligationer og lignende udstedt af kreditinstitutioner og virksomheder med såvel høj som lav kreditrating. Obligationerne kan være udstedt i såvel norske kroner som i udenlandske valutaer; ligesom obligationerne kan have såvel kort som lang varighed. Andelsklassen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle obligationstyper og valutaer, dog udgør norske obligationer minimum 80% af formuen. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet.

### Markedet

Årets sidste måneder på de finansielle markeder blev præget af præsidentvalget i USA. Det overraskende udfald medførte kortvarigt større kursfald på risikable aktiver. Men hurtigt skiftede stemningen fra fald til en positiv kursudvikling for

langt de fleste aktivtyper, hvor de nye markeder dog blev efterladt med markante svækkelser af valutaerne.

Norsk økonomi holdt sig nogenlunde fri af udsvingene på de globale markeder og sluttede året positivt, ikke mindst på grund af en pænt stigende oliepris ovenpå aftalen mellem de olieproducerende lande om at begrænse produktionen. En medvirkende faktor til økonomien var også fortsatte stigninger i boligpriserne, godt hjulpet af den lave rente.

### Afkast og benchmark

Siden andelsklassen blev introduceret den 31. august 2016 gav den et negativt afkast på 0,21 pct. målt i NOK, mens benchmarket faldt 0,42 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurrenter, men har ikke indfriet vores forventning om et lavt positivt afkast.

### Vurdering af resultatet

Det højere merafkast skyldes hovedsageligt andelsklassens beholdning af norske obligationer, som klarede sig bedre end benchmark i perioden. En væsentlig årsag til det var først og fremmest en høj andel af norske virksomhedsobligationer, der gav et væsentligt højere afkast end statsobligationer i perioden grundet en svagt faldende renteforskel mellem virksomhedsobligationer og tilsvarende statsobligationer (kreditspænd). Norske obligationer gav også et højere afkast end internationale virksomhedsobligationer i perioden.

En anden væsentlig årsag til andelsklassens positive merafkast var en overvægt af virksomhedsobligationer med lav kreditvurdering mod virksomhedsobligationer med høj kreditvurdering. Risikofyldte obligationer nød generelt godt af fortsat lempelig pengepolitik fra centralbankerne og en generel forbedring af den globale økonomi. Sammen med stigende råvarepriser bidrog det til faldende kreditspænd. Modsat var en overvægt af obligationer fra nye markeder i lokal valuta negativ for merafkastet idet kurserne blev trukket ned af usikkerheden ovenpå det amerikanske præsidentvalg og deraf udsving i valutakurserne.

### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: August 2016

Risikoindeks (1-7): 3

Benchmark: 30% OSE Statsindeks 3 mnd (ST1X), 30% OSE Statsobligationssindeks 3 år (ST4X), 10% Barclays Capital Euro-Agg. 500MM Corp A-BBB hedged til NOK, 15% JPM EMBI Global Diversified hedged til NOK og 15% BarCap Global HY excl. CMBS, EMG & Non-senior financials (2% issuer capped) hedged til NOK.

Fondskode: DK0060658136

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Varigheder

0-1 år	28,0%
1-3 år	22,6%
3-5 år	33,1%
5-10 år	16,5%
Øvrige inkl. likvide	±0,2%

## Horisont Rente Offensiv, klasse NOK

Andelsklasse under Horisont Rente Offensiv – Akkumulerende KL

Vi har gennem perioden haft en overvægt af internationale kreditobligationer på bekostning af norske obligationer.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Ved indgangen til 2017 har andelsklassen investeret 45 pct. af beholdningen i internationale virksomhedsobligationer samt statsobligationer fra nye markeder. Den resterende del er investeret i norske obligationer. Andelsklassens risiko er derfor både relateret til kreditrisiko samt risikoen i forhold til renteutviklingen, både globalt og specielt i Norge.

Vi vurderer, at den største risiko for europæisk økonomi i 2017 vil være politisk usikkerhed. Vi står foran en række betydningsfulde valg, hvor de mest centrale bliver i Frankrig og Tyskland. I begge tilfælde truer den tiltagende populisme, og vi kan ikke på forhånd udelukke, at vi endnu engang må erkende, at de etablerede partier taber terræn og måske endda magten. Udfaldene af begge valg vil påvirke stemningen i hele Europa, men vi vurderer ikke, at begivenhederne for alvor vil sætte sig i Europæisk økonomi. Desuden vil udsving i olieprisen fortsat være en betydelig risiko for udviklingen i norsk økonomi.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at global økonomi vil levere robust vækst i 2017, og det er positivt for de børsnoterede virksomheder, hvis indtjening længe har været under pres grundet det svage globale vækstmiljø. Derfor er der udsigt til flot indtjeningsvækst i 2017. Ligeledes forventer vi, at alle de store økonomier vil fastholde lempelig både penge- og finanspolitik, og det vil medvirke til, at økonomierne vil fastholde de flotte takter, de viste ved udgangen af 2016.

I USA forventer vi at se en gradvis normalisering af pengepolitikken i lyset af et stramt arbejdsmarked med stigende lønninger og forbrugerpriser til følge. Derfor vil den amerikanske centralbank hæve renterne to til tre gange i løbet af året, uden at dette bremser væksten. Trumps løfter om lempeligere finanspolitik vil sandsynligvis påvirke væksten positivt.

I Europa forventer vi lempelig penge- og finanspolitik. I det lys forlængede den europæiske centralbank (ECB) i december igen deres opkøbsprogram af obligationer. ECB vil bidrage positivt til væksten ved at holde renterne nede og euroen svag. Vi forventer, at Sydeuropa vil følge anbefalingen og lade de offentlige budgetter skride yderligere. Europa vil derfor vokse over sit langsigtede potentiale.

Vedrørende Kina forventer vi, at finanspolitikken bliver styret med hård hånd ligesom i 2016. Særligt forventer vi, at infrastrukturinvesteringer vil være med til at fastholde en vækst på omkring 6,5 procent. Politikken er grundlæggende uholdbar, men vi forventer ikke, at det vil resultere i en finansiel krise i 2017, idet centralbanken vil sikre, at der er rigeligt med likviditet.

Vi forventer at de norske renter forbliver lave gennem 2017, men udelukker ikke at renterne kan fortsætte stigningerne fra sidste halvdel af 2017. Norsk økonomi ser ud til at være kommet pænt over det værste chok fra faldet i olieprisen, men vi forventer at 2017 fortsat vil blive et svagt år for olie-relaterede selskaber.

Samlet set ser vi positivt på afkastmulighederne for 2017. Vi forventer positive afkast på virksomhedsobligationer fra udviklede markeder og statsobligationer fra nye markeder, mens vi ikke forventer markante afkast på obligationer.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Horisont Rente Offensiv, klasse NOK

Andelsklasse under Horisont Rente Offensiv – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	-	-	2016
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	÷0,21
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	÷0,42
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	-	99,79
Nettoreultat (t.NOK)*	-	-	-	-	÷71
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	0,60
Investorerens formue (t.NOK)	-	-	-	-	19.962
Antal andele	-	-	-	-	200.032
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	-	100

\* 2016 dækker en periode på mindre end 12 måneder

<b>KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 NOK</b>	<b>31.8.-31.12.2016</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷32
Klassenspecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	39
<b>Klassens resultat</b>	<b>÷71</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>
<b>Formueværdi i 1.000 NOK</b>	
Investorerens formue primo	0
Emissioner i året	25.001
Indløsninger i året	÷5.006
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	38
Overførsel af periodens resultat	÷71
<b>Investorerens formue ultimo</b>	<b>19.962</b>
<b>Antal andele</b>	
Andele primo året	0
Emissioner i året	250.602
Indløsninger i året	÷50.570
<b>Andele ultimo året</b>	<b>200.032</b>

## Horisont Rente Offensiv Institusjon, klasse NOK I

Andelsklasse under Horisont Rente Offensiv – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer i norske og udenlandske obligationer, herunder i statsobligationer udstedt af lande med en høj kreditrating og i statsobligationer udstedt af emerging markedslande, dvs. lande med lav kreditrating, samt i obligationer og lignende udstedt af kreditinstitutioner og virksomheder med såvel høj som lav kreditrating. Obligationerne kan være udstedt i såvel norske kroner som i udenlandske valutaer, ligesom obligationerne kan have såvel kort som lang varighed. Andelsklassen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle obligationstyper og valutaer, dog udgør norske obligationer minimum 80% af formuen. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet.

### Markedet

Årets sidste måneder på de finansielle markeder blev præget af præsidentvalget i USA. Det overraskende udfald medførte kortvarigt større kursfald på risikable aktiver. Men hurtigt skiftede stemningen fra fald til en positiv kursudvikling for

langt de fleste aktivtyper, hvor de nye markeder dog blev efterladt med markante svækkelser af valutaerne.

Norsk økonomi holdt sig nogenlunde fri af udsvingene på de globale markeder og sluttede året positivt, ikke mindst på grund af en pænt stigende oliepris ovenpå aftalen mellem de olieproducerende lande om at begrænse produktionen. En medvirkende faktor til økonomien var også fortsatte stigninger i boligpriserne, godt hjulpet af den lave rente.

### Afkast og benchmark

Siden andelsklassen blev introduceret den 31. august 2016 gav den et negativt afkast på 0,17 pct. målt i NOK, mens benchmarket faldt 0,42 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurrenter, men har ikke indfriet vores forventning om et lavt positivt afkast.

### Vurdering af resultatet

Det højere merafkast skyldes hovedsageligt andelsklassens beholdning af norske obligationer, som klarede sig bedre end benchmark i perioden. En væsentlig årsag til det var først og fremmest en høj andel af norske virksomhedsobligationer, der gav et væsentligt højere afkast end statsobligationer i perioden grundet en svagt faldende renteforskel mellem virksomhedsobligationer og tilsvarende statsobligationer (kreditspænd). Norske obligationer gav også et højere afkast end internationale virksomhedsobligationer i perioden.

En anden væsentlig årsag til andelsklassens positive merafkast var en overvægt af virksomhedsobligationer med lav kreditvurdering mod virksomhedsobligationer med høj kreditvurdering. Risikofyldte obligationer nød generelt godt af fortsat lempelig pengepolitik fra centralbankerne og en generel forbedring af den globale økonomi. Sammen med stigende råvarepriser bidrog det til faldende kreditspænd. Modsat var en overvægt af obligationer fra nye markeder i lokal valuta negativ for merafkastet idet kurserne blev trukket ned af usikkerheden ovenpå det amerikanske præsidentvalg og deraf udsving i valutakurserne.

### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: August 2016

Risikoindikator (1-7): 3

Benchmark: 30% OSE Statsindeks 3 mnd (ST1X), 30% OSE Statsobligasjon-sindeks 3 år (ST4X), 10% Barclays Capital Euro-Agg. 500MM Corp A-BBB hedged til NOK, 15% JPM EMBI Global Diversified hedged til NOK og 15% BarCap Global HY excl. CMBS, EMG & Non-senior financials (2% issuer capped) hedged til NOK.

Fondskode: DK0060658219

Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Varigheder

0-1 år 28,0%

1-3 år 22,6%

3-5 år 33,1%

5-10 år 16,5%

Øvrige inkl. likvide ÷0,2%

## Horisont Rente Offensiv Institusjon, klasse NOK I

Andelsklasse under Horisont Rente Offensiv – Akkumulerende KL

Vi har gennem perioden haft en overvægt af internationale kreditobligationer på bekostning af norske obligationer.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Ved indgangen til 2017 har andelsklassen investeret 45 pct. af beholdningen i internationale virksomhedsobligationer samt statsobligationer fra nye markeder. Den resterende del er investeret i norske obligationer. Andelsklassens risiko er derfor både relateret til kreditrisiko samt risikoen i forhold til renteutviklingen, både globalt og specielt i Norge.

Vi vurderer, at den største risiko for europæisk økonomi i 2017 vil være politisk usikkerhed. Vi står foran en række betydningsfulde valg, hvor de mest centrale bliver i Frankrig og Tyskland. I begge tilfælde truer den tiltagende populisme, og vi kan ikke på forhånd udelukke, at vi endnu engang må erkende, at de etablerede partier taber terræn og måske endda magten. Udfaldene af begge valg vil påvirke stemningen i hele Europa, men vi vurderer ikke, at begivenhederne for alvor vil sætte sig i Europæisk økonomi. Desuden vil udsving i olieprisen fortsat være en betydelig risiko for udviklingen i norsk økonomi.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at global økonomi vil levere robust vækst i 2017, og det er positivt for de børsnoterede virksomheder, hvis indtjening længe har været under pres grundet det svage globale vækstmiljø. Derfor er der udsigt til flot indtjeningsvækst i 2017. Ligeledes forventer vi, at alle de store økonomier vil fastholde lempelig både penge- og finanspolitik, og det vil medvirke til, at økonomierne vil fastholde de flotte takter, de viste ved udgangen af 2016.

I USA forventer vi at se en gradvis normalisering af pengepolitikken i lyset af et stramt arbejdsmarked med stigende lønninger og forbrugerpriser til følge. Derfor vil den amerikanske centralbank hæve renterne to til tre gange i løbet af året, uden at dette bremser væksten. Trumps løfter om lempeligere finanspolitik vil sandsynligvis påvirke væksten positivt.

I Europa forventer vi lempelig penge- og finanspolitik. I det lys forlængede den europæiske centralbank (ECB) i december igen deres opkøbsprogram af obligationer. ECB vil bidrage positivt til væksten ved at holde renterne nede og euroen svag. Vi forventer, at Sydeuropa vil følge anbefalingen og lade de offentlige budgetter skride yderligere. Europa vil derfor vokse over sit langsigtede potentiale.

Vedrørende Kina forventer vi, at finanspolitikken bliver styret med hård hånd ligesom i 2016. Særligt forventer vi, at infrastrukturinvesteringer vil være med til at fastholde en vækst på omkring 6,5 procent. Politikken er grundlæggende uholdbar, men vi forventer ikke, at det vil resultere i en finansiel krise i 2017, idet centralbanken vil sikre, at der er rigeligt med likviditet.

Vi forventer at de norske renter forbliver lave gennem 2017, men udelukker ikke at renterne kan fortsætte stigningerne fra sidste halvdel af 2017. Norsk økonomi ser ud til at være kommet pænt over det værste chok fra faldet i olieprisen, men vi forventer at 2017 fortsat vil blive et svagt år for olierelaterede selskaber.

Samlet set ser vi positivt på afkastmulighederne for 2017. Vi forventer positive afkast på virksomhedsobligationer fra udviklede markeder og statsobligationer fra nye markeder, mens vi ikke forventer markante afkast på obligationer.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Horisont Rente Offensiv Institusjon, klasse NOK I

Andelsklasse under Horisont Rente Offensiv – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	-	-	2016
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	÷0,17
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	÷0,42
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	-	99,83
Nettoresultat (t.NOK)*	-	-	-	-	123
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	0,50
Investorerers formue (t.NOK)	-	-	-	-	58.934
Antal andele	-	-	-	-	590.358
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	-	100

\* 2016 dækker en periode på mindre end 12 måneder

<b>KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 NOK</b>	<b>31.8.-31.12.2016</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen	179
Klassespecifikke transaktioner:	
Administrationsomkostninger	56
<b>Klassens resultat</b>	<b>123</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>
<b>Formueværdi i 1.000 NOK</b>	
Investorerers formue primo	0
Emissioner i året	64.993
Indløsninger i året	÷6.321
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	140
Overførsel af periodens resultat	123
<b>Investorerers formue ultimo</b>	<b>58.934</b>
<b>Antal andele</b>	
Andele primo året	0
Emissioner i året	654.378
Indløsninger i året	÷64.020
<b>Andele ultimo året</b>	<b>590.358</b>



## *Horisont Rente Plus – Akkumulerende KL*

Investerer fortrinsvis i obligationer herunder virksomhedsobligationer samt statsobligationer i emerging markets lande. En mindre del kan investeres i aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast. Afdelingen er aktiv styret.

Afdelingen udbydes i tre andelsklasser:

- Horisont Rente Pluss, klasse NOK
- Horisont Rente Pluss, klasse NOK I
- Horisont Rente Pluss, klasse NOK W

Afdelingens ledelsesberetning og det samlede regnskab omfattende resultat af investeringer m.m., som foretages fælles for klasserne, samt resultat af klassernes egne valutaafdækninger og omkostninger findes på de følgende sider:

Noter for de enkelte klasser findes også på de følgende sider:

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

## Horisont Rente Plus – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 NOK	1.000 NOK		1.000 NOK	1.000 NOK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	124.554	194.907	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	15	21	Indestående i depotselskab	59.843	130.100
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>124.539</b>	<b>194.886</b>	<b>I alt likvide midler</b>	<b>59.843</b>	<b>130.100</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab:</b>			<b>Obligationer:</b>		
Obligationer	108.289	÷207.164	Not. obl. fra danske udstedere	49.770	0
Kapitalandele	140.588	44.259	Not. obl. fra udl. udstedere	5.349.685	6.189.720
Afledte finansielle instr.	886	3.814	Unoterede obligationer	89.374	29.842
Valutakonti	÷607	383	<b>I alt obligationer</b>	<b>5.488.829</b>	<b>6.219.562</b>
4 Handelsomkostninger	÷64	÷281	<b>Kapitalandele:</b>		
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>249.092</b>	<b>÷158.989</b>	Inv-beviser i andre danske		
<b>I alt indtægter</b>	<b>373.632</b>	<b>35.897</b>	inv- og specialforeninger	1.532.252	1.762.303
5 Administrationsomkostninger	38.854	55.723	Inv-beviser i andre udl.		
<b>Resultat før skat</b>	<b>334.778</b>	<b>÷19.826</b>	inv- og specialforeninger	67.056	80.315
Skat	0	0	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>1.599.307</b>	<b>1.842.619</b>
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>334.778</b>	<b>÷19.826</b>	<b>Andre aktiver:</b>		
<b>Resultatdisponering</b>			Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	34.075	41.250
Overført til formuen	334.778	÷19.826	Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	42.051
<b>I alt disponeret</b>	<b>334.778</b>	<b>÷19.826</b>	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>34.075</b>	<b>83.301</b>
			<b>Aktiver i alt</b>	<b>7.182.054</b>	<b>8.275.582</b>
			<b>Passiver</b>		
			6 Investorers formue	7.176.291	8.257.927
			<b>Afledte finansielle instrumenter:</b>		
			Unot. afl. finansielle instr.	0	2.454
			<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>0</b>	<b>2.454</b>
			<b>Anden gæld:</b>		
			Skyldige omkostninger	293	2.116
			Mellemvær. vedr. handelsafv.	5.470	13.085
			<b>I alt anden gæld</b>	<b>5.763</b>	<b>15.201</b>
			<b>Passiver i alt</b>	<b>7.182.054</b>	<b>8.275.582</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	2013	2014	2015	2016
Nettoresultat (t.NOK)*	-	15.157	262.656	÷19.826	334.778
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	0,07	0,00	0,00	0,02
Investorerens formue (t.NOK)	-	2.531.408	8.626.256	8.257.927	7.176.291

\* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

## Horisont Rente Plus – Akkumulerende KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 NOK	2016	2015
Indestående i depotselskab	444	1.927
Noterede obligationer fra danske udstedere	1.682	0
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	121.462	192.024
Unoterede obligationer	966	651
Andre renteindtægter	0	305
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>124.554</b>	<b>194.907</b>

Note 2: Renteudgifter i 1.000 NOK	2016	2015
Andre renteudgifter	15	21
<b>I alt renteudgifter</b>	<b>15</b>	<b>21</b>

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 NOK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	842	0
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	107.054	÷206.861
Unoterede obligationer	394	÷304
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	130.100	37.037
Inv-beviser i udenlandske inv- og specialforeninger	10.487	7.222
Terminsforretninger/futures m.m.	886	3.814
Vælutakonti	÷607	383
Handelsomkostninger	÷64	÷281
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>249.092</b>	<b>÷158.989</b>

Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 NOK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷64	÷281
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>÷64</b>	<b>÷281</b>

Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 NOK	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	0	0
Managementhonorar	31.189	0	45.612	0
Fast administrationshonorar	7.665	0	10.111	0
<b>I alt opdelte adm.omk.</b>	<b>38.854</b>	<b>0</b>	<b>55.723</b>	<b>0</b>
<b>I alt adm.omkostninger</b>		<b>38.854</b>		<b>55.723</b>

I administrationsomkostningerne indgår t.NOK 18.177 fra "Kursregulering af investeringsbeviser".

Note 6: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 NOK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 NOK
Investorers formue primo		8.257.927		8.626.256
Emissioner i året		1.024.106		6.038.703
Indløsninger i året		÷2.446.182		÷6.399.479
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		5.661		12.273
Overførsel af periodens resultat		334.778		÷19.826
<b>I alt investorenes formue</b>		<b>7.176.291</b>		<b>8.257.927</b>

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	78,2	78,0
Øvrige finansielle instrumenter	20,5	19,6
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>98,8</b>	<b>97,6</b>
Øvrige aktiver og passiver	1,2	2,4
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

### Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi 2016	Markedsværdi 2015
Danske Bank A/S 13/18 FRN	0	14.954
Danske Bank A/S 14/19 FRN	49.770	48.555
<b>I alt</b>	<b>49.770</b>	<b>63.509</b>

### Inv.beviser i danske og udenlandske inv. og specialforeninger i 1.000 NOK

Beholdningen består af aktiebaserede afdelinger af danske og udenlandske investeringsforeninger. Specifikation findes i beholdningslisten jævnfør noten ovenfor:

I beholdningen indgår følgende unoterede investeringsforeninger, hvor afdelingen besidder mere end 5 pct. af kapitalen.

	Egenkapital 31.12.2016	Egenkapital 31.12.2015
	Ejerandel 1.000 DKK	Ejerandel 1.000 DKK
NyeMarOb-kl NOK h	68,44	436.905
NyeMarObllv kl NOK	65,58	413.450
No Ko Obl, kl NOK	0,00	0
Global AC Index NOK	57,52	24.503
GI HY Obl, kl. NOK h	46,81	32.612
Eu HY Obl-kl. NOK h	49,60	635.388
GI Real Ob, kl NOK h	6,46	218.594
No Kr Obl, kl NOK h	15,20	1.324.483
Norway Indx Fund NOK	11,42	46.511
	96,80	346.314
	100,00	50.791
	22,75	68.633
	94,04	13.543
	99,99	224.108
	75,47	492.974
	99,98	12.245
	18,31	1.019.468
	18,22	26.301

## Horisont Rente Pluss, klasse NOK

Andelsklasse under Horisont Rente Plus – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer fortrinsvis i obligationer (herunder i statsobligationer udstedt af emerging markets-lande, dvs. lande med lav kreditrating, samt i virksomhedsobligationer), pengemarkedsinstrumenter og indskud i kreditinstitutter, dog kan op til 5 pct. af formuen investeres i aktier. Andelsklassen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer aktier og obligationer samt valutaer. Andelsklassen afdækker delvist valutarisici mod NOK. Udsving i valutakurserne påvirker derfor kun afkastet delvist.

### Markedet

Et særdeles begivenhedsrigt og på mange måder turbulent år på de finansielle markeder endte hovedsageligt med positive afkast for alle aktivklasser, trods store udsving undervejs. Året startede med en større nedtur på de finansielle markeder som en kombination af bekymringer for recession i USA, en faldende oliepris og frygt for valutakrise i Kina. Resultatet var kraftige kursfald for både aktie og kreditobligationer, mens renterne på mere sikre obligationer faldt som følge af

stigende efterspørgsel. Bekymringerne viste sig i løbet af første halvår at være stærkt overdrevne og markederne rettede sig, samtidig med at olieprisen også steg markant. Den positive stemning og stigende globale vækst blev dog midlertidigt bremsede af det overraskende udfald af folkeafstemningen i Storbritannien, som hverken meningsmålinger eller de finansielle markeder havde forudset. Resultatet gav kortvarigt et kraftigt kursfald på aktiemarkederne, som dog hurtigt blev neutraliseret af centralbankernes løfter om fortsat lempelig pengepolitik. Året sluttede med endnu en politisk begivenhed; præsidentvalget i USA. Igen med et overraskende udfald, men igen med et hurtigt skifte fra faldende markeder til en positiv kursudvikling for langt de fleste aktivtyper, hvor de nye markeder dog blev efterladt med markante svækkelser af valutaerne.

Norsk økonomi klarede sig bedre end mange havde frygtet efter det kraftige fald i olieprisen de seneste år. I løbet af året er olieprisen steget markant, og er omkring det dobbelte af det laveste niveau vi nåede i januar. En medvirkende faktor til økonomien var også en kraftig stigning i boligpriserne, godt hjulpet af den lave rente.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et positivt afkast på 4,38 pct. målt i NOK, mens benchmarket steg 1,86 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således meget tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurrenter, og har indfriet vores forventning om et lavt positivt afkast grundet en overvægt af norske virksomhedsobligationer.

### Vurdering af resultatet

Merafkast skyldes hovedsageligt andelsklassens beholdning af norske obligationer, som klarede sig væsentlig bedre end benchmark. En væsentlig årsag til det var først og fremmest en høj andel af norske kreditobligationer, der gav et væsentligt højere afkast end statsobligationer i perioden grundet markant faldende kreditspænd i specielt første halvår af 2016.

En anden væsentlig årsag til andelsklassens positive merafkast var en overvægt af globale virksomhedsobligationer

### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Oktober 2013

Risikoindikator (1-7): 0

Benchmark: 1% OSEFX, 2% MSCI AC World, 12% Barclays Euro-AGG 500MM Corp A-BBB hedget til NOK, 5% JPM EMBI Global Diversified Hedget til NOK, 40% ST1X og 40% ST4X.

Fondskode: DK0060506624

Porteføljeadgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Varigheder

0-1 år 46,6%

1-3 år 9,6%

3-5 år 34,5%

5-10 år 5,3%

Øvrige inkl. likvide 4,0%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio 0,74

Standardafvigelse 1,94

Tracking error 1,54

Information Ratio 0,17

Sharpe Ratio (benchm.) 1,17

Standardafvigelse (benchm.) 1,02

## Horisont Rente Pluss, klasse NOK

Andelsklasse under Horisont Rente Plus – Akkumulerende KL

med lav kreditvurdering og statsobligationer fra Nye Markeder: En generelt forbedring af den globale økonomi samt stigende råvarerpriser bidrog til markant faldende merrente og dermed høje afkast på begge typer af obligationer, der gav et væsentlig højere afkast end norske obligationer.

Andelsklassen har gennem året haft en mindre overvægt af internationale virksomhedsobligationer, der har bidraget positivt til andelsklassens merafkast i forhold til benchmark. Desuden har udvælgelsen af obligationer indenfor specielt nye markeder og globale high yield givet et positivt bidrag. Modsat har en høj andel af nordiske virksomhedsobligationer været negativt for merafkastet, idet afkastet var lavere end højere ratede europæiske virksomhedsobligationer og benchmark. Ligeledes negativt var en overvægt af obligationer fra nye markeder i lokal valuta, trods et flot afkast mod slutningen af året.

En række af de underliggende fonde gav særdeles høje positive afkast i 2016. Specielt Danske Invest Global High Yield Obligasjon, klasse NOK h med et afkast på over 18 pct. målt i NOK og Danske Invest Nye Markeder Obligasjon, klasse NOK h med et afkast over 11 pct. målt i NOK skilte sig ud i et år hvor størsteparten af komponenterne bidrog positivt til andelsklassens samlede afkast.

Vi har gennem året holdt andelen af norske obligationer nogenlunde konstant, ligesom beholdningen af aktier har været uændret i perioden. Andelen af virksomhedsobligationer med lav kreditvurdering og nordiske virksomhedsobligationer har været høj gennem året, dog valgte vi i 4. kvartal at sælge hovedparten af beholdningen i globale high yield obligationer for at øge beholdningen af statsobligationer fra nye markeder i lokalvaluta.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Ved indgangen til 2017 har andelsklassen investeret 3 pct. i akter og 19 pct. af beholdningen i internationale virksomhedsobligationer. Den resterende del er investeret i norske obligationer. Andelsklassens risiko er derfor både relateret til aktie- og kreditrisiko samt risikoen i forhold til renteutviklingen, både globalt og specielt i Norge.

Vi vurderer, at den største risiko for europæisk økonomi i 2017 vil være politisk usikkerhed. Vi står foran en række betydningsfulde valg hvor de mest centrale bliver i Frankrig og Tyskland. I begge tilfælde truer den tiltagende populisme, og vi kan ikke på forhånd udelukke, at vi endnu engang må erkende, at de etablerede partier taber terræn og måske endda magten. Udfaldene af begge valg vil påvirke stemningen i hele Europa, men vi vurderer ikke, at begivenhederne for alvor vil sætte sig i europæisk økonomi. Desuden vil udsving i olieprisen fortsat være en betydelig risiko for udviklingen i norsk økonomi.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at global økonomi vil levere robust vækst i 2017, og det er positivt for de børsnoterede virksomheder, hvis indtjening længe har været under pres grundet det svage globale vækstmiljø. Derfor er der udsigt til flot indtjeningsvækst i 2017. Ligeledes forventer vi, at alle de store økonomier vil fastholde lempelig både penge- og finanspolitik, og det vil medvirke til, at økonomierne vil fastholde de flotte takter, de viste ved udgangen af 2016.

I USA forventer vi at se en gradvis normalisering af pengepolitikken i lyset af et stramt arbejdsmarked med stigende lønninger og forbrugerpriser til følge. Derfor vil den amerikanske centralbank hæve renterne to til tre gange i løbet af året, uden at dette bremser væksten. Trump's løfter om lempeligere finanspolitik vil sandsynligvis påvirke væksten positivt.

I Europa forventer vi lempelig penge- og finanspolitik. I det lys forlængede Den Europæiske Centralbank (ECB) i december igen deres opkøbsprogram af obligationer. ECB vil bidrage positivt til væksten ved at holde renterne nede og euroen svag. Vi forventer, at Sydeuropa vil følge anbefalingen og lade de offentlige budgetter skride yderligere. Europa vil derfor vokse over sit langsigtede potentiale.

Vedrørende Kina forventer vi, at finanspolitikken bliver styret med hård hånd ligesom i 2016. Særligt forventer vi, at infrastrukturinvesteringer vil være med til at fastholde en vækst på omkring 6,5 procent. Politikken er grundlæggende uholdbar, men vi forventer ikke, at det vil resultere i en finansiel krise i 2017, idet centralbanken vil sikre, at der er rigeligt med likviditet.

Vi forventer at de norske renter forbliver lave gennem 2017, men udelukker ikke at renterne kan fortsætte stigningerne fra sidste halvdel af 2016. Norsk økonomi ser ud til at have kommet pænt over det værste chok fra faldet i olieprisen, men vi forventer at 2017 fortsat kan blive et svært år for olierelaterede selskaber.

Samlet set ser vi positivt på afkastmulighederne for 2017. Vi forventer positive afkast på aktier og virksomhedsobligationer, mens vi ikke forventer markante afkast på obligationer.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Horisont Rente Pluss, klasse NOK

Andelsklasse under Horisont Rente Plus – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	2013	2014	2015	2016
Afkast i NOK (pct.)*	-	1,03	4,82	÷0,20	4,38
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	1,06	4,75	1,53	1,86
Sharpe Ratio i NOK	-	-	-	-	0,74
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	101,03	105,90	105,69	110,31
Nettoresultat (t.NOK)*	-	8.000	53.644	÷3.874	50.588
Administrationsomkostninger (pct.)	-	0,72	0,74	0,74	0,74
Investorers formue (t.NOK)	-	1.055.099	1.440.539	1.294.880	1.176.982
Antal andele	-	10.443.480	13.602.747	12.252.048	10.669.519
Stykstørrelse i DKK	-	100	100	100	100

\* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

<b>KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 NOK</b>	<b>1.1.-31.12.2016</b>	<b>1.1.-31.12.2015</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen	59.505	7.410
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	8.916	11.284
<b>Klassens resultat</b>	<b>50.588</b>	<b>÷3.874</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 NOK</b>		
Investorers formue primo	1.294.880	1.440.539
Emissioner i året	138.785	598.347
Indløsninger i året	÷307.940	÷741.484
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	669	1.352
Overførsel af periodens resultat	50.588	÷3.874
<b>Investorers formue ultimo</b>	<b>1.176.982</b>	<b>1.294.880</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	12.252.048	13.602.747
Emissioner i året	1.279.065	5.605.871
Indløsninger i året	÷2.861.595	÷6.956.569
<b>Andele ultimo året</b>	<b>10.669.519</b>	<b>12.252.048</b>

## Horisont Rente Pluss, klasse NOK I

Andelsklasse under Horisont Rente Plus – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindekoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer fortrinsvis i obligationer (herunder i statsobligationer udstedt af emerging markets-lande, dvs. lande med lav kreditrating, samt i virksomhedsobligationer), pengemarkedsinstrumenter og indskud i kreditinstitutter, dog kan op til 5 pct. af formuen investeres i aktier. Andelsklassen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer aktier og obligationer samt valutaer. Andelsklassen afdækker delvist valutarisici mod NOK. Udsving i valutakurserne påvirker derfor kun afkastet delvist.

### Markedet

Et særdeles begivenhedsrigt og på mange måder turbulent år på de finansielle markeder endte hovedsageligt med positive afkast for alle aktivklasser, trods store udsving undervejs. Året startede med en større nedtur på de finansielle markeder som en kombination af bekymringer for recession i USA, en faldende oliepris og frygt for valutakrise i Kina. Resultatet var kraftige kursfald for både aktie og kreditobligationer, mens renterne på mere sikre obligationer faldt som følge af

stigende efterspørgsel. Bekymringerne viste sig i løbet af første halvår at være stærkt overdrevne og markederne rettede sig, samtidig med at olieprisen også steg markant. Den positive stemning og stigende globale vækst blev dog midlertidigt bremsede af det overraskende udfald af folkeafstemningen i Storbritannien, som hverken meningsmålinger eller de finansielle markeder havde forudset. Resultatet gav kortvarigt et kraftigt kursfald på aktiemarkederne, som dog hurtigt blev neutraliseret af centralbankernes løfter om fortsat lempelig pengepolitik. Året sluttede med endnu en politisk begivenhed; præsidentvalget i USA. Igen med et overraskende udfald, men igen med et hurtigt skifte fra faldende markeder til en positiv kursudvikling for langt de fleste aktivtyper, hvor de nye markeder dog blev efterladt med markante svækkelser af valutaerne.

Norsk økonomi klarede sig bedre end mange havde frygtet efter det kraftige fald i olieprisen de seneste år. I løbet af året er olieprisen steget markant, og er omkring det dobbelte af det laveste niveau vi nåede i januar. En medvirkende faktor til økonomien var også en kraftig stigning i boligpriserne, godt hjulpet af den lave rente.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et positivt afkast på 4,64 pct. målt i NOK, mens benchmarket steg 1,86 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således meget tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurrenter, og har indfriet vores forventning om et lavt positivt afkast grundet en overvægt af norske virksomhedsobligationer.

### Vurdering af resultatet

Merafkast skyldes hovedsageligt andelsklassens beholdning af norske obligationer, som klarede sig væsentlig bedre end benchmark. En væsentlig årsag til det var først og fremmest en høj andel af norske kreditobligationer, der gav et væsentligt højere afkast end statsobligationer i perioden grundet markant faldende kreditspænd i specielt første halvår af 2016.

En anden væsentlig årsag til andelsklassens positive merafkast var en overvægt af globale virksomhedsobligationer

### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Oktober 2013
Risikoindeks (1-7): 0
Benchmark: 1% OSEFX, 2% MSCI AC World, 12% Barclays Euro-AGG 500MM Corp A-BBB hedget til NOK, 5% JPM EMBI Global Diversified Hedget til NOK, 40% ST1X og 40% ST4X.
Fondskode: DK0060517829
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Varigheder

0-1 år	46,6%
1-3 år	9,6%
3-5 år	34,5%
5-10 år	5,3%
Øvrige inkl. likvide	4,0%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,86
Standardafvigelse	1,93
Tracking error	1,54
Information Ratio	0,32
Sharpe Ratio (benchm.)	1,17
Standardafvigelse (benchm.)	1,02

## Horisont Rente Pluss, klasse NOK I

Andelsklasse under Horisont Rente Plus – Akkumulerende KL

med lav kreditvurdering og statsobligationer fra Nye Markeder. En generelt forbedring af den globale økonomi samt stigende råvarerpriser bidrog til markant faldende merrente og dermed høje afkast på begge typer af obligationer, der gav et væsentlig højere afkast end norske obligationer.

Andelsklassen har gennem året haft en mindre overvægt af internationale virksomhedsobligationer, der har bidraget positivt til andelsklassens merafkast i forhold til benchmark. Desuden har udvælgelsen af obligationer indenfor specielt nye markeder og globale high yield givet et positivt bidrag. Modsat har en høj andel af nordiske virksomhedsobligationer været negativt for merafkastet, idet afkastet var lavere end højere ratede europæiske virksomhedsobligationer og benchmark. Ligeledes negativt var en overvægt af obligationer fra nye markeder i lokal valuta, trods et flot afkast mod slutningen af året.

En række af de underliggende fonde gav særdeles høje positive afkast i 2016. Specielt Danske Invest Global High Yield Obligasjon, klasse NOK h med et afkast på over 18 pct. målt i NOK og Danske Invest Nye Markeder Obligasjon, klasse NOK h med et afkast over 11 pct. målt i NOK skilte sig ud i et år hvor størsteparten af komponenterne bidrog positivt til andelsklassens samlede afkast.

Vi har gennem året holdt andelen af norske obligationer nogenlunde konstant, ligesom beholdningen af aktier har været uændret i perioden. Andelen af virksomhedsobligationer med lav kreditvurdering og nordiske virksomhedsobligationer har været høj gennem året, dog valgte vi i 4. kvartal at sælge hovedparten af beholdningen i globale high yield obligationer for at øge beholdningen af statsobligationer fra nye markeder i lokalvaluta.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Ved indgangen til 2017 har andelsklassen investeret 3 pct. i akter og 19 pct. af beholdningen i internationale virksomhedsobligationer. Den resterende del er investeret i norske obligationer. Andelsklassens risiko er derfor både relateret til aktie- og kreditrisiko samt risikoen i forhold til renteutviklingen, både globalt og specielt i Norge.

Vi vurderer, at den største risiko for europæisk økonomi i 2017 vil være politisk usikkerhed. Vi står foran en række betydningsfulde valg hvor de mest centrale bliver i Frankrig og Tyskland. I begge tilfælde truer den tiltagende populisme, og vi kan ikke på forhånd udelukke, at vi endnu engang må erkende, at de etablerede partier taber terræn og måske endda magten. Udfaldene af begge valg vil påvirke stemningen i hele Europa, men vi vurderer ikke, at begivenhederne for alvor vil sætte sig i europæisk økonomi. Desuden vil udsving i olieprisen fortsat være en betydelig risiko for udviklingen i norsk økonomi.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at global økonomi vil levere robust vækst i 2017, og det er positivt for de børsnoterede virksomheder, hvis indtjening længe har været under pres grundet det svage globale vækstmiljø. Derfor er der udsigt til flot indtjeningsvækst i 2017. Ligeledes forventer vi, at alle de store økonomier vil fastholde lempelig både penge- og finanspolitik, og det vil medvirke til, at økonomierne vil fastholde de flotte takter, de viste ved udgangen af 2016.

I USA forventer vi at se en gradvis normalisering af pengepolitikken i lyset af et stramt arbejdsmarked med stigende lønninger og forbrugerpriser til følge. Derfor vil den amerikanske centralbank hæve renterne to til tre gange i løbet af året, uden at dette bremser væksten. Trump's løfter om lempeligere finanspolitik vil sandsynligvis påvirke væksten positivt.

I Europa forventer vi lempelig penge- og finanspolitik. I det lys forlængede Den Europæiske Centralbank (ECB) i december igen deres opkøbsprogram af obligationer. ECB vil bidrage positivt til væksten ved at holde renterne nede og euroen svag. Vi forventer, at Sydeuropa vil følge anbefalingen og lade de offentlige budgetter skride yderligere. Europa vil derfor vokse over sit langsigtede potentiale.

Vedrørende Kina forventer vi, at finanspolitikken bliver styret med hård hånd ligesom i 2016. Særligt forventer vi, at infrastrukturinvesteringer vil være med til at fastholde en vækst på omkring 6,5 procent. Politikken er grundlæggende uholdbar, men vi forventer ikke, at det vil resultere i en finansiel krise i 2017, idet centralbanken vil sikre, at der er rigeligt med likviditet.

Vi forventer at de norske renter forbliver lave gennem 2017, men udelukker ikke at renterne kan fortsætte stigningerne fra sidste halvdel af 2016. Norsk økonomi ser ud til at have kommet pænt over det værste chok fra faldet i olieprisen, men vi forventer at 2017 fortsat kan blive et svært år for olierelaterede selskaber.

Samlet set ser vi positivt på afkastmulighederne for 2017. Vi forventer positive afkast på aktier og virksomhedsobligationer, mens vi ikke forventer markante afkast på obligationer.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarerpriser og den geopolitiske udvikling.



## Horisont Rente Pluss, klasse NOK I

Andelsklasse under Horisont Rente Plus – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	2013	2014	2015	2016
Afkast i NOK (pct.)*	-	0,80	5,00	0,06	4,64
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	0,67	4,75	1,53	1,86
Sharpe Ratio i NOK	-	-	-	-	0,86
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	100,81	105,85	105,91	110,83
Nettoreultat (t.NOK)*	-	6.817	184.931	÷3.195	200.776
Administrationsomkostninger (pct.)	-	0,56	0,57	0,50	0,50
Investorers formue (t.NOK)	-	1.203.605	6.405.061	4.894.942	4.425.868
Antal andele	-	11.939.843	60.513.163	46.218.410	39.934.957
Stykstørrelse i DKK	-	100	100	100	100

\* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

<b>KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 NOK</b>	<b>1.1.-31.12.2016</b>	<b>1.1.-31.12.2015</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen	223.113	33.938
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	22.338	37.133
<b>Klassens resultat</b>	<b>200.776</b>	<b>÷3.195</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 NOK</b>		
Investorers formue primo	4.894.942	6.405.061
Emissioner i året	160.034	3.605.948
Indløsninger i året	÷831.309	÷5.121.426
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	1.426	8.555
Overførsel af periodens resultat	200.776	÷3.195
<b>Investorers formue ultimo</b>	<b>4.425.868</b>	<b>4.894.942</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	46.218.410	60.513.163
Emissioner i året	1.464.564	33.739.272
Indløsninger i året	÷7.748.017	÷48.034.024
<b>Andele ultimo året</b>	<b>39.934.957</b>	<b>46.218.410</b>

## Horisont Rente Pluss, klasse NOK W

Andelsklasse under Horisont Rente Plus – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer fortrinsvis i obligationer (herunder i statsobligationer udstedt af emerging markets-lande, dvs. lande med lav kreditrating, samt i virksomhedsobligationer), pengemarkedsinstrumenter og indskud i kreditinstitutter, dog kan op til 5 pct. af formuen investeres i aktier. Andelsklassen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer aktier og obligationer samt valutaer. Andelsklassen afdækker delvist valutarisici mod NOK. Udsving i valutakurserne påvirker derfor kun afkastet delvist.

### Markedet

Et særdeles begivenhedsrigt og på mange måder turbulent år på de finansielle markeder endte hovedsageligt med positive afkast for alle aktivklasser, trods store udsving undervejs. Året startede med en større nedtur på de finansielle markeder som en kombination af bekymringer for recession i USA, en faldende oliepris og frygt for valutakrise i Kina. Resultatet var kraftige kursfald for både aktie og kreditobligationer, mens renterne på mere sikre obligationer faldt som følge af

stigende efterspørgsel. Bekymringerne viste sig i løbet af første halvår at være stærkt overdrevne og markederne rettede sig, samtidig med at olieprisen også steg markant. Den positive stemning og stigende globale vækst blev dog midlertidigt bremsede af det overraskende udfald af folkeafstemningen i Storbritannien, som hverken meningsmålinger eller de finansielle markeder havde forudset. Resultatet gav kortvarigt et kraftigt kursfald på aktiemarkederne, som dog hurtigt blev neutraliseret af centralbankernes løfter om fortsat lempelig pengepolitik. Året sluttede med endnu en politisk begivenhed; præsidentvalget i USA. Igen med et overraskende udfald, men igen med et hurtigt skifte fra faldende markeder til en positiv kursudvikling for langt de fleste aktivtyper, hvor de nye markeder dog blev efterladt med markante svækkelser af valutaerne.

Norsk økonomi klarede sig bedre end mange havde frygtet efter det kraftige fald i olieprisen de seneste år. I løbet af året er olieprisen steget markant, og er omkring det dobbelte af det laveste niveau vi nåede i januar. En medvirkende faktor til økonomien var også en kraftig stigning i boligpriserne, godt hjulpet af den lave rente.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et positivt afkast på 4,71 pct. målt i NOK, mens benchmarket steg 1,86 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således meget tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurrenter, og har indfriet vores forventning om et lavt positivt afkast grundet en overvægt af norske virksomhedsobligationer.

### Vurdering af resultatet

Andelsklassens afkast var 2,52 procentpoint højere end stigningen i benchmark. Det højere merafkast skyldes hovedsageligt andelsklassens beholdning af norske obligationer, som klarede sig væsentlig bedre end benchmark. En væsentlig årsag til det var først og fremmest en høj andel af norske kreditobligationer, der gav et væsentligt højere afkast end statsobligationer i perioden grundet markant faldende kreditspænd i specielt første halvår af 2016.

### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Oktober 2013
Risikoindikator (1-7): 0
Benchmark: 1% OSEFX, 2% MSCI AC World, 12% Barclays Euro-AGG 500MM Corp A-BBB hedget til NOK, 5% JPM EMBI Global Diversified Hedget til NOK, 40% ST1X og 40% ST4X.
Fondskode: DK0060517902
Porteføljeadgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Varigheder

0-1 år	46,6%
1-3 år	9,6%
3-5 år	34,5%
5-10 år	5,3%
Øvrige inkl. likvide	4,0%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,87
Standardafvigelse	1,93
Tracking error	1,54
Information Ratio	0,33
Sharpe Ratio (benchm.)	1,17
Standardafvigelse (benchm.)	1,02

## Horisont Rente Pluss, klasse NOK W

### Andelsklasse under Horisont Rente Plus – Akkumulerende KL

En anden væsentlig årsag til andelsklassens positive merafkast var en overvægt af globale virksomhedsobligationer med lav kreditvurdering og statsobligationer fra Nye Markeder. En generelt forbedring af den globale økonomi samt stigende råvarerpriser bidrog til markant faldende merrente og dermed høje afkast på begge typer af obligationer, der gav et væsentlig højere afkast end norske obligationer.

Andelsklassen har gennem året haft en mindre overvægt af internationale virksomhedsobligationer, der har bidraget positivt til andelsklassens merafkast i forhold til benchmark. Desuden har udvælgelsen af obligationer indenfor specielt nye markeder og globale high yield givet et positivt bidrag. Modsat har en høj andel af nordiske virksomhedsobligationer været negativt for merafkastet, idet afkastet var lavere end højere ratede europæiske virksomhedsobligationer og benchmark. Ligeledes negativt var en overvægt af obligationer fra nye markeder i lokal valuta, trods et flot afkast mod slutningen af året.

En række af de underliggende fonde gav særdeles høje positive afkast i 2016. Specielt Danske Invest Global High Yield Obligasjon, klasse NOK h med et afkast på over 18 pct. målt i NOK og Danske Invest Nye Markeder Obligasjon, klasse NOK h med et afkast over 11 pct. målt i NOK skilte sig ud i et år hvor størsteparten af komponenterne bidrog positivt til andelsklassens samlede afkast.

Vi har gennem året holdt andelen af norske obligationer nogenlunde konstant, ligesom beholdningen af aktier har været uændret i perioden. Andelen af virksomhedsobligationer med lav kreditvurdering og nordiske virksomhedsobligationer har været høj gennem året, dog valgte vi i 4. kvartal at sælge hovedparten af beholdningen i globale high yield obligationer for at øge beholdningen af statsobligationer fra nye markeder i lokalvaluta.

#### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Ved indgangen til 2017 har andelsklassen investeret 3 pct. i akter og 19 pct. af beholdningen i internationale virksomhedsobligationer. Den resterende del er investeret i norske obligationer. Andelsklassens risiko er derfor både relateret til aktie- og kreditrisiko samt risikoen i forhold til renteutviklingen, både globalt og specielt i Norge.

Vi vurderer, at den største risiko for europæisk økonomi i 2017 vil være politisk usikkerhed. Vi står foran en række betydningsfulde valg hvor de mest centrale bliver i Frankrig og Tyskland. I begge tilfælde truer den tiltagende populisme, og vi kan ikke på forhånd udelukke, at vi endnu engang må erkende, at de etablerede partier taber terræn og måske endda magten. Udfaldene af begge valg vil påvirke stemningen i hele Europa, men vi vurderer ikke, at begivenhederne for alvor vil sætte sig i europæisk økonomi. Desuden vil udsving

i olieprisen fortsat være en betydelig risiko for udviklingen i norsk økonomi.

#### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at global økonomi vil levere robust vækst i 2017, og det er positivt for de børsnoterede virksomheder, hvis indtjening længe har været under pres grundet det svage globale vækstmiljø. Derfor er der udsigt til flot indtjeningsvækst i 2017. Ligeledes forventer vi, at alle de store økonomier vil fastholde lempelig både penge- og finanspolitik, og det vil medvirke til, at økonomierne vil fastholde de flotte takter, de viste ved udgangen af 2016.

I USA forventer vi at se en gradvis normalisering af pengepolitikken i lyset af et stramt arbejdsmarked med stigende lønninger og forbrugerpriser til følge. Derfor vil den amerikanske centralbank hæve renterne to til tre gange i løbet af året, uden at dette bremser væksten. Trump's løfter om lempeligere finanspolitik vil sandsynligvis påvirke væksten positivt.

I Europa forventer vi lempelig penge- og finanspolitik. I det lys forlængede Den Europæiske Centralbank (ECB) i december igen deres opkøbsprogram af obligationer. ECB vil bidrage positivt til væksten ved at holde renterne nede og euroen svag. Vi forventer, at Sydeuropa vil følge anbefalingen og lade de offtentlige budgetter skride yderligere. Europa vil derfor vokse over sit langsigtede potentiale.

Vedrørende Kina forventer vi, at finanspolitikken bliver styret med hård hånd ligesom i 2016. Særligt forventer vi, at infrastrukturinvesteringer vil være med til at fastholde en vækst på omkring 6,5 procent. Politikken er grundlæggende uholdbar, men vi forventer ikke, at det vil resultere i en finansiel krise i 2017, idet centralbanken vil sikre, at der er rigeligt med likviditet.

Vi forventer at de norske renter forbliver lave gennem 2017, men udelukker ikke at renterne kan fortsætte stigningerne fra sidste halvdel af 2016. Norsk økonomi ser ud til at have kommet pænt over det værste chok fra faldet i olieprisen, men vi forventer at 2017 fortsat kan blive et svært år for olie-relaterede selskaber.

Samlet set ser vi positivt på afkastmulighederne for 2017. Vi forventer positive afkast på aktier og virksomhedsobligationer, mens vi ikke forventer markante afkast på obligationer.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarerpriser og den geopolitiske udvikling.

## Horisont Rente Pluss, klasse NOK W

Andelsklasse under Horisont Rente Plus – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	2013	2014	2015	2016
Afkast i NOK (pct.)*	-	0,82	4,99	0,04	4,71
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	0,67	4,75	1,53	1,86
Sharpe Ratio i NOK	-	-	-	-	0,87
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	100,82	105,85	105,89	110,88
Nettoreultat (t.NOK)*	-	340	24.081	÷12.757	83.413
Administrationsomkostninger (pct.)	-	0,58	0,60	0,53	0,41
Investorers formue (t.NOK)	-	272.704	780.657	2.068.105	1.573.441
Antal andele	-	2.704.794	7.375.266	19.530.086	14.190.470
Stykstørrelse i DKK	-	100	100	100	100

\* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

<b>KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 NOK</b>	<b>1.1.-31.12.2016</b>	<b>1.1.-31.12.2015</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen	91.014	÷5.451
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	7.600	7.305
<b>Klassens resultat</b>	<b>83.413</b>	<b>÷12.757</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 NOK</b>		
Investorers formue primo	2.068.105	780.657
Emissioner i året	725.288	1.834.408
Indløsninger i året	÷1.306.932	÷536.569
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	3.567	2.366
Overførsel af periodens resultat	83.413	÷12.757
<b>Investorers formue ultimo</b>	<b>1.573.441</b>	<b>2.068.105</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	19.530.086	7.375.266
Emissioner i året	6.709.582	17.178.246
Indløsninger i året	÷12.049.199	÷5.023.426
<b>Andele ultimo året</b>	<b>14.190.470</b>	<b>19.530.086</b>

## Japan KL

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

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindekoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Da afdelingen investerer i japanske aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på japanske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

Markedet sluttede året med samlet stigning, da faldene fra januar til juni blev end opvejet af stigningerne fra juli til december.

Fra januar til juni faldt aktierne som følge af eksterne faktorer som valutauro i Kina, faldende globale obligationsrenter og Brexit. Dertil kom specifikke negative forhold i Japan, herunder den japanske centralbanks indførelse af negative renter, dårlige økonomiske nøgletal og en styrkelse af yennen. I juli begyndte markedet at vende som reaktion på en gunstig makroøkonomisk udvikling i USA og Kina, stigende råvarepriser og et nyt pengepolitisk udspil fra den japanske centralbanks.

I november styrkedes markedet yderligere oven på det overraskende valgresultat i USA. Med Donald Trump som præsident forventes amerikansk økonomi at nyde godt af finanspolitiske lempelser. En svækkelse af yennen var ligeledes med til at skabe fornyet optimisme på markedet i Tokyo.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 5,81 pct., mens benchmark steg 5,05 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en stabilisering af råvarepriserne, fortsat lave renter og god økonomisk vækst.

### Vurdering af resultatet

Da markedet vendte, og obligationsrenterne steg fra andet halvår, begyndte de rentefølsomme aktier at stige, mens de defensive sektorer holdede bagefter. Det betød, at vores undervægt af sundhed og overvægt af finans samlet et positivt bidrag til afdelingens relative afkast.

Inden for aktievalg bidrog vores investeringer inden for stabilt forbrug, fast ejendom og informationsteknologi positivt til afdelingens relative afkast. Der var positive bidrag fra Resona Holdings inden for finans, FamilyMart Uny inden for stabilt forbrug og Nitori inden for cyklisk forbrug, hvorimod Mizuho Financial Group inden for finans og Yamaha Motor og Casio Computer inden for cyklisk forbrug trak ned i afdelingens afkast.

### Afdelingens profil

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: November 1997
Risikoindeks (1-7): 6
Benchmark: MSCI Japan inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0015971675
Porteføljeradgiver: DAIWA SB Investments (UK) Ltd.

### Branchefordeling

Forbrugsgoder	22,2%
Finans	17,1%
Informationsteknologi	15,2%
Industri	14,2%
Konsumentvarer	8,6%
Øvrige inkl. likvide	22,7%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,83
Standardafvigelse	14,29
Tracking error	2,75
Information Ratio	0,23
Sharpe Ratio (benchm.)	0,76
Standardafvigelse (benchm.)	14,83
Active share	72,49

## Japan KL

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Vi vurderer, at de største risici for det japanske marked er en kraftig styrkelse af yennen som følge af eksterne faktorer, herunder den politik som den kommende amerikanske præsident vil føre, udfaldet af valgene i Europa og situationen på de nye markeder efter stigende amerikanske obligationsrenter og en styrket dollar. Vi vurderer, at den økonomiske politik i USA vil smitte positivt af på Japan, men der er omvendt usikkerhed om den handelspolitik, som Trump-regeringen vil føre. Med hensyn til de mange parlamentsvalg i Europa i 2017 lærte vi i 2016, at mange mennesker ikke er glade for globaliseringstendensen. Selvom situationen lige nu ser ganske stabil ud, kan pludselige bevægelser på kapitalmarkeder ofte udløse uro. Hvis ovennævnte eksterne risici udløser voksende pessimisme blandt investorerne, vil yennen styrkes markant, hvilket vil medføre et fald på markedet i Tokyo. Da vi samtidig positionerer afdelingen til at få gevinst af økonomisk fremgang, kan det få negativ indvirkning på det relative afkast.

Hvis de stigende obligationsrenter, anført af USA, afløses af en nedadgående tendens, vil det også påvirke afdelingens afkast negativt. Forventninger om finanspolitiske lempelser og stigende inflation har fået obligationsrenterne til at skyde i vejret verden over. Disse markedstendenser er gunstige for Japan, da det har lettet deflationspresset og svækket yennen. Hvis renten på et tidspunkt skulle styrtdykke, vil det gå hårdt ud over rentefølsomme aktier, som f.eks. banker og forsikringselskaber, samt eksportvirksomheder, der nyder godt af en svag yen. Vores afdelingen vil måske også blive ramt på det relative afkast.

Sektormæssigt har vi en overvægt af cykliske aktier som informationsteknologi og rentefølsomme aktier som f.eks. inden for finans. Vores største overvægte af enkeltaktier er begge banker - Mitsubishi UFJ Financial Group og Resona Holdings.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at de japanske aktier vil fortsætte en moderat opadgående tendens hjulpet af udviklingen i japansk økonomi, stigende indtjening i selskaberne, en erhvervsvenlig politik og fortsatte tiltag til selskabsretlige reformer. Desuden kan Japan nyde godt af udviklingen i amerikansk økonomi under Donald Trump som følge af de foreslåede finanspolitiske lempelser; investeringer i infrastruktur og skattelettelse. En svækkelse af yennen som følge af højere amerikanske obligationsrenter vil også gavne japansk økonomi.

For hele 2017 ventes indtjeningen i de japanske selskaber at stige med to cifrede procentsatser takket være en svagere yen og økonomisk fremgang både i og uden for Japan.

Da premierminister Abe har stor opbakning i befolkningen - den siddende koalitionsregering sidder på to tredjedele flertal af både Underhuset og Overhuset - er regeringen nu i stand til at føre en vækstfremmende økonomisk politik. Vi forventer, at de finanspolitiske lempelser vil blive brugt til at sikre økonomisk vækst.

En af de væsentligste årsager til lav lønsomhed i de japanske selskaber har været den langsomme konsolidering i industrien. Ifølge de nye regler for god selskabsledelse skal ledelsen sikre en forbedring af selskabernes kapitaleffektivitet. Regeringen overvejer at ændre skattelovgivningen for at lette skattebyrden, når selskaber frasælger aktiviteter.

Sektormæssigt vil vi overvægte cykliske sektorer som IT, finans og materialer, da vi forventer stigende indtjening i disse. Vi vil undervægte sundhedspleje på grund af ugunstige offentlige regler. Vi fastholder en undervægt inden for industri, da værdiansættelserne ikke afspejler indtjeningspotentialet. Generelt foretrækker vi selskaber, som fremover ser ud til at kunne udnytte kapitalen effektivt.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Japan KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	4	0	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	67	82	Indestående i depotselskab	22.173	17.572
3 Udbytter	33.783	27.229	<b>I alt likvide midler</b>	<b>22.173</b>	<b>17.572</b>
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>33.720</b>	<b>27.147</b>	<b>Kapitalandele:</b>		
4 <b>Kursgevinster og -tab:</b>			Not. aktier fra udl. selskaber	1.973.458	1.416.295
Kapitalandele	125.902	266.205	Unot. kap.andele fra udl. selsk.	18.323	14.190
Valutakonti	922	÷ 1.347	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>1.991.781</b>	<b>1.430.485</b>
Øvrige aktiver/passiver	÷ 19	9	<b>Andre aktiver:</b>		
5 Handelsomkostninger	÷ 961	÷ 771	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	714	1.136
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>125.843</b>	<b>264.097</b>	Mellemvær. vedr. handelsafv.	2.350	0
<b>I alt indtægter</b>	<b>159.563</b>	<b>291.244</b>	Aktuelle skatteaktiver	44	60
6 Administrationsomkostninger	23.839	22.124	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>3.107</b>	<b>1.197</b>
<b>Resultat før skat</b>	<b>135.724</b>	<b>269.120</b>	<b>Aktiver i alt</b>	<b>2.017.061</b>	<b>1.449.254</b>
7 Skat	5.088	4.089	<b>Passiver</b>		
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>130.636</b>	<b>265.031</b>	9 <b>Investorerers formue</b>	<b>2.016.430</b>	<b>1.447.183</b>
<b>Resultatdisponering</b>			<b>Anden gæld:</b>		
Overført til udlodning næste år	÷ 380.094	÷ 344.234	Skyldige omkostninger	522	104
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	÷ 380.094	÷ 344.234	Mellemvær. vedr. handelsafv.	109	1.966
Overført til formuen	510.730	609.265	<b>I alt anden gæld</b>	<b>631</b>	<b>2.071</b>
<b>I alt disponeret</b>	<b>130.636</b>	<b>265.031</b>	<b>Passiver i alt</b>	<b>2.017.061</b>	<b>1.449.254</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	6,38	19,59	9,43	23,10	5,81
Benchmarkafkast (pct.)	6,93	21,66	9,09	22,32	5,05
Sharpe Ratio	0,28	0,20	1,01	1,13	0,83
Indre værdi (DKK pr. andel)	70,72	84,57	92,55	113,94	120,55
Nettoresultat (t.DKK)	108.128	169.826	89.809	265.031	130.636
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,39	1,39	1,39	1,47	1,54
ÅOP	1,75	1,79	1,74	1,63	1,65
Omsætningshastighed (antal gange)	0,83	0,93	0,89	0,85	0,65
Investorerers formue (t.DKK)	1.489.263	936.843	1.083.812	1.447.183	2.016.430
Antal andele	21.059.045	11.077.329	11.710.242	12.701.804	16.726.857
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

## Japan KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

#### Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK

	2016	2015
Indestående i depotselskab	4	0
I alt renteindtægter	4	0

#### Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK

	2016	2015
Andre renteudgifter	67	82
I alt renteudgifter	67	82

#### Note 3: Udbytter i 1.000 DKK

	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	33.533	27.136
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	250	92
I alt udbytter	33.783	27.229

#### Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK

	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	123.193	265.919
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	2.709	286
Valutakonti	922	÷ 1.347
Øvrige aktiver/passiver	÷ 19	9
Handelsomkostninger	÷ 961	÷ 771
I alt kursgevinster og -tab	125.843	264.097

#### Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK

	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷ 1.540	÷ 987
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	578	216
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷ 961	÷ 771

#### Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK

	2016		2015	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Managementonorar	21.672	0	20.010	0
Fast administrationsonorar	2.167	0	2.114	0
I alt opdelte adm.omk.	23.839	0	22.124	0
I alt adm.omkostninger		23.839		22.124

#### Note 7: Skat i 1.000 DKK

	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	5.088	4.089
I alt skat	5.088	4.089

#### Note 8: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK

	2016	2015
Renter og udbytter	33.720	27.147
Ikke refunderbar udbytteskat	÷ 5.088	÷ 4.089
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	14	43
Kursgevinst til udlodning	40.854	235.322
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	÷ 105.361	÷ 69.788
Udlodning overført fra sidste år	÷ 344.234	÷ 532.869
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	÷ 380.094	÷ 344.234
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	23.839	22.124
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷ 4.012	1.826
I alt til rådighed for udlodning, brutto	÷ 407.945	÷ 364.532
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	÷ 27.851	÷ 20.298
I alt til rådighed for udlodning, netto	÷ 380.094	÷ 344.234

#### Note 9: Investorers formue

	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo	12.701.804	1.447.183	11.710.242	1.083.812
Emissioner i året	7.616.322	824.922	3.836.639	407.272
Indløsninger i året	÷ 3.591.269	÷ 387.445	÷ 2.845.077	÷ 310.104
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		1.134		1.172
Overførsel af periodens resultat		510.730		609.265
Overført til udlodning næste år		÷ 380.094		÷ 344.234
I alt investorernes formue	16.726.857	2.016.430	12.701.804	1.447.183

### Supplerende noter

	2016	2015
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,9	97,9
Øvrige finansielle instrumenter	0,9	1,0
I alt finansielle instrumenter	98,8	98,8
Øvrige aktiver og passiver	1,2	1,2
I alt	100,0	100,0



## Kina KL

Investerer i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Kina, Macao eller Hongkong. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindekset - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Da afdelingen investerer i selskaber, der er hjemmehørende i eller har hovedaktivitet i Kina, Macao, Hongkong eller Taiwan, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på kinesiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

Det kinesiske marked indledte året med en markant tilbagegang som følge af fortsat frygt for lavere vækst, regeringens tvivlsomme interventionsmetoder på aktiemarkedet, valutakurser og usikkerhed om virkningen af infrastrukturinveste-

ringer og skærpede restriktioner på kapitalbevægelser. Der skete en gradvis bedring af de makroøkonomiske nøgletal i årets løb, og der er kommet stadigt flere beviser på, at Kina langsomt omstiller sig fra at være en investeringsdrevet til en forbrugsdrevet økonomi. Valget af Donald Trump som USA's næste præsident har imidlertid skabt frygt for en handelskrig mellem USA og Kina og har mindsket appetitten på kinesiske aktier. Renteforhøjelserne i USA har desuden fået investorerne til at søge væk ikke blot fra Kina men fra de nye markeder som helhed.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 5,65 pct., mens benchmark steg 3,54 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en stabilisering af råvarepriserne, fortsat lave renter og god økonomisk vækst.

### Vurdering af resultatet

Den positive udvikling kan primært henføres til det positive aktievalg inden for IT og materialer. Det største bidrag til det positive resultat kom fra overvægten af kinesiske internet-selskaber, primært drevet af markant gode resultater fra en af Kinas førende multimedieplatforme, Weibo, som fortsat udvikler kraftig vækst i brugergrundlaget og reklameindtægterne. Undervægten af internetsøgemaskinen Baidu i årets sidste del bidrog også positivt til afkastet. Eksponeringen mod guld i materialesektoren bidrog til afkastet i første halvår, mens afdelingen i årets anden halvdel nød godt af positionen i stålproducenten Angang og andre metalproducenter, som har oplevet stigende aktiekurser oven på kapacitetsnedskæringer, stigende råvarepriser og stigende forventninger til efterspørgslen. Overvægten inden for sundhed sektoren igennem størstedelen af året trak ned i afdelingens resultat som følge af fortsat prispress i branchen.

Midt oktober 2016 skiftede afdelingen porteføljeformidler. Allianz Global Investors overtog porteføljeansvaret fra Schorders Investment Management.

### Afdelingens profil

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: April 2003
Risikoindeks (1-7): 6
Benchmark: MSCI China Index inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0010295336
Porteføljerådgiver: Allianz Global Investors Asia Pacific Ltd

### Branchefordeling

Finans	28,7%
Informationsteknologi	27,1%
Telekommunikationsserv	10,4%
Industri	10,1%
Forbrugsgoder	7,6%
Øvrige inkl. likvide	16,1%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,50
Standardafvigelse	19,73
Tracking error	4,13
Information Ratio	0,24
Sharpe Ratio (benchm.)	0,43
Standardafvigelse (benchm.)	20,92
Active share	48,58

## Kina KL

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Der har på det seneste været en stabil udvikling i kinesisk økonomi takket være finanspolitiske lempelser. Vi forventer, at den økonomiske vækst fortsat vil bremse op på længere sigt, hvilket er en naturlig følge af størrelsen af kinesisk økonomi. Det er vigtigt at håndtere den aftagende økonomiske vækst, og regeringen vil skulle træde til med endnu en runde finanspolitiske lempelser for at forhindre, at økonomien bremser for hurtigt op i andet halvår 2017. Afdelingen har store positioner i Kinas finansielle sektor. Hvis økonomien bremser hurtigere op, end vi forventer, kan det presse lønsomheden for selskaber i denne sektor.

Fra et geopolitisk synspunkt giver retorikken fra USA's kommende præsident anledning til at forvente en forværring af forholdet mellem USA og Kina fremover. Den øgede risiko for protektionistiske tiltag vil formentlig føre til en nedgang i samhandlen og kan få indvirkning på selskaber, der eksporterer til USA. Der vurderes derfor, at de fleste strukturelle vækstmotorer vil være indenlandske og har positioneret porteføljen i overensstemmelse hermed. I sammenligning med benchmark har vi relativt begrænset eksponering mod eksportvirksomheder og større fokus på områder som online e-handel, livsforsikring, sundhedssektorerne og industriselskaber med eksponering mod Kina Hongkong-regionen.

Højere renter i USA og en stærkere dollar kan føre til kapitaludstrømning fra Kina og en svækket kinesisk renminbi. Selvom afdelingen har større eksponering mod selskaber, der ikke rapporterer i renminbi, end benchmark, så mindskes effekten af vores større eksponering mod selskaber, der rapporterer i Hongkong-dollar eller US-dollar og som kun har begrænset eller ingen negativ valutapåvirkning.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi er forsigtigt optimistiske omkring den fremtidige udvikling. I takt med stabiliseringen af kinesisk økonomi er indtjeningsvæksten i landet steget, og selskaberne har styrket deres balancer. Selvom kinesiske aktier har leveret gode afkast i 2016, har de ligget under niveauet i mange af de øvrige nye markeder. Således værdiansættes kinesiske aktier fortsat rimeligt i forhold til de historiske niveauer.

Kinas kommunistiske parti afholder sin 19. nationalkongres i efteråret 2017. Denne vigtige begivenhed er en god mulighed for det kommunistiske parti til at løfte sløret for sine planer for landet. Vi forventer, at regeringen vil forsøge at

stabilisere økonomien og skabe ro på de finansielle markeder gennem en række politiske tiltag, særligt finanspolitikken. Regeringens udspil vil være afgørende for Kinas fremtidige vækstudsigter. Derfor er vores mål at positionere porteføljen med vægt på selskaber, der står til at nyde godt af landets fremtidige politik, som opfordrer til lokal produktion, øget værdidannelse og kompleksitet i produktionen, mere omfattende miljøbeskyttelse og yderligere investeringer i infrastruktur. Følgelig har afdelingen en overvægt af industriselskaber, herunder producenter af jernbaneudstyr, selskaber der omdanner affald til energi, vandrensningsvirksomheder og byggevirksomheder.

Det er afdelingens strategi at investere i en fokuseret portefølje af aktier, som vi anser for at være undervurderede i forhold til vækstpotentialer. Afdelingen har en overvægt af små og mellemstore virksomheder, da dette segment i dag har et dobbelt så stort vækstpotentiale som de store virksomheder, som har lavere værdiansættelser. De mindre selskaber har generelt større eksponering mod indenlandske vækstdrivere og bør således være mere modstandsdygtige over for "Trump-effekten".

Vi mener også, at telekommunikation har en gunstig risiko-afkastprofil, idet værdiansættelsen er lav, mens indtægterne fra dataydelser ventes at stige markant. Udvalgte teleudbydere ventes at nyde godt af reformen af de statsejede virksomheder, som bør give øget effektivitet og lønsomhed. Trods de foreløbige investeringer i 5G forventer vi, at anlægsinvesteringerne vil give moderat vækst i branchen. Bekymringerne om regulatoriske og konkurrencemæssige krav har desuden været overvurderet.

Omvendt er vi fortsat tilbageholdende med at investere i konsumentvarer. Efterhånden som forbrugerne får flere penge mellem hænderne, vil de udskifte de nuværende, billige konsumentvaremærker. Vi forventer, at branchen fortsat vil være præget af skarp konkurrence, særligt med flere og flere udenlandske mærker på markedet.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Kina KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	6	0	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	5	5	Indestående i depotselskab	5.698	4.927
3 Udbytter	7.390	12.636	<b>I alt likvide midler</b>	<b>5.698</b>	<b>4.927</b>
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>7.391</b>	<b>12.631</b>	<b>Kapitalandele:</b>		
4 <b>Kursgevinster og -tab:</b>			Not. aktier fra udl. selskaber	291.466	372.952
Kapitalandele	7.844	34.299	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>291.466</b>	<b>372.952</b>
Valutakonti	516	240	<b>Andre aktiver:</b>		
Øvrige aktiver/passiver	÷38	53	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	38	118
5 Handelsomkostninger	÷1.138	÷1.508	Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	4.249
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>7.184</b>	<b>33.083</b>	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>38</b>	<b>4.367</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>14.576</b>	<b>45.714</b>	<b>Aktiver i alt</b>	<b>297.201</b>	<b>382.246</b>
6 Administrationsomkostninger	4.784	7.452	<b>Passiver</b>		
<b>Resultat før skat</b>	<b>9.792</b>	<b>38.263</b>	9 <b>Investorers formue</b>	<b>295.495</b>	<b>382.218</b>
7 Skat	427	876	<b>Anden gæld:</b>		
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>9.365</b>	<b>37.387</b>	Skyldige omkostninger	75	28
<b>Resultatdisponering</b>			Mellemvær. vedr. handelsafv.	1.631	0
Foreslået udlodning	0	73.749	<b>I alt anden gæld</b>	<b>1.706</b>	<b>28</b>
Overført til udlodning næste år	÷11.982	67	<b>Passiver i alt</b>	<b>297.201</b>	<b>382.246</b>
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	÷11.982	73.816			
Overført til formuen	21.347	÷36.429			
<b>I alt disponeret</b>	<b>9.365</b>	<b>37.387</b>			

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	18,66	2,29	20,68	5,37	5,65
Benchmarkafkast (pct.)	20,77	3,58	22,71	2,90	3,54
Sharpe Ratio	0,31	÷0,03	0,97	0,47	0,50
Indre værdi (DKK pr. andel)	170,07	168,49	182,44	182,43	153,25
Nettoresultat (t.DKK)	119.567	4.446	79.269	37.387	9.365
Udbytte (DKK pr. andel)	5,00	16,30	12,90	35,20	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,61	1,59	1,60	1,59	1,59
ÅOP	2,29	2,39	2,32	2,06	2,11
Omsætningshastighed (antal gange)	0,45	0,85	0,58	0,47	0,49
Investorers formue (t.DKK)	711.277	532.825	464.318	382.218	295.495
Antal andele	4.182.216	3.162.439	2.544.984	2.095.145	1.928.242
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

# Kina KL

## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	6	0
I alt renteindtægter	6	0

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	5	5
I alt renteudgifter	5	5

Note 3: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	7.390	12.636
I alt udbytter	7.390	12.636

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	7.844	34.114
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	0	185
Valutakonti	516	240
Øvrige aktiver/passiver	÷38	53
Handelsomkostninger	÷1.138	÷1.508
I alt kursgevinster og -tab	7.184	33.083

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷1.328	÷1.869
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	190	360
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷1.138	÷1.508

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	11	0
Managementhonorar	4.362	0	6.785	0
Fast administrationshonorar	421	0	655	0
I alt opdelte adm.omk.	4.784	0	7.452	0
I alt adm.omkostninger		4.784		7.452

Note 7: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	427	876
I alt skat	427	876

Note 8: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK	2016	2015
Renter og udbytter	7.391	12.631
Ikke refunderbar udbytteskat	÷427	÷876
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	0	5
Kursgevinst til udlodning	÷19.379	81.627
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	366	÷13.139
Udlodning overført fra sidste år	67	196
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	÷11.982	80.444
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	4.784	7.452
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	160	823
I alt til rådighed for udlodning, brutto	÷16.606	73.816
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	÷4.623	0
I alt til rådighed for udlodning, netto	÷11.982	73.816

Note 9: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerens formue primo	2.095.145	382.218	2.544.984	464.318
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷73.749		÷32.830
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		3.992		1.135
Emissioner i året	108.597	15.696	62.631	12.348
Indløsninger i året	÷275.500	÷42.107	÷512.470	÷100.390
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		81		251
Foreslået udlodning		0		73.749
Overførsel af periodens resultat		21.347		÷36.429
Overført til udlodning næste år		÷11.982		67
I alt investorernes formue	1.928.242	295.495	2.095.145	382.218

## Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,6	97,6
I alt finansielle instrumenter	98,6	97,6
Øvrige aktiver og passiver	1,4	2,4
I alt	100,0	100,0

## KlimaTrends KL

Investorerer globalt i aktier i selskaber, som ventes at drage fordel af udviklingen på klima- eller miljøområdet, herunder i selskaber, som bidrager til forbedring af klima- eller miljøforhold. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Da afdelingen investerer globalt i aktier i selskaber, som ventes at drage fordel af udviklingen på klima- eller miljøområdet, herunder i selskaber, som bidrager til forbedring af klima- eller miljøforhold, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i klima- og miljøaktier. Afdelingens afkast kan svinge meget som følge af ændringer i den politiske understøttelse af klimamaet, udsving i energi- og råvarepriser samt ændringer i videnskabelige analyser vedrørende området. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

Årets første seks måneder var præget af usikkerhed om styrken af den globale økonomiske vækst og fortsatte pengepolitiske lempelser. Disse faktorer var med til at understøtte fortsat gode afkast på de såkaldte "bond proxies", altså aktier der opfører sig som obligationer. Forsyningsselskaber, telekommunikation og ejendomsselskaber var de sektorer, der klarede sig bedst i S&P500-indekset. Fra juni og fremefter havde investorerne blikket rettet mod de politiske begivenheder; Brexit, det amerikanske præsidentvalg og de kommende valg i Europa påvirkede stemningen på markedet. Trods uroen på markedet gav de globale aktiemarkeder pæne afkast i 2016. En af de primære årsager hertil var den gradvise men stabile bedring i de underliggende økonomiske nøgletal.

Inden for de primære klimaforandringstemaer klarede aktier inden for lav CO<sub>2</sub>-udledning og ren energi sig bedst.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 3,73 pct., mens benchmark steg med 10,32 pct. Afdelingens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en fortsat lempelig pengepolitik og god økonomisk vækst.

### Vurdering af afkastet

Afdelingens afkast var lavere end ændringen i benchmark på baggrund af aktievalget i årets løb, mens aktivallokeringen bidrog positivt. Aktierne inden for teknologi og industri trak mest ned i afdelingens afkast. Undervægt inden for sundhedspleje, som viste sig skrøbelig henover året, og overvægt af industri der oplevede kraftige stigninger, bidrog positivt til afkastet.

På aktieniveau var det primært afdelingens position i SunPower Corporation, der trak ned i afkastet. Aktien blev solgt i løbet af året efter at have købt den i slutningen af 2015 som følge af store ændringer i USA's støtte til solenergi. Vi mente, at ændringerne reducerede den risiko, der hæftede sig på selskaber inden for udvikling af solenergi. I 2016 ændredes

#### Afdelingens profil

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: November 2009
Risikoindikator (1-7): 6
Benchmark: MSCI World inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0060187698
Porteføljeraðgiver: Schroder Investment Management Limited

#### Branchefordeling

Industri	32,5%
Forbrugsgoder	20,5%
Informationsteknologi	18,4%
Materialer	10,4%
Forsyning	6,7%
Øvrige inkl. likvide	11,5%

#### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,56
Standardafvigelse	13,76
Tracking error	5,65
Information Ratio	÷0,94
Sharpe Ratio (benchm.)	1,06
Standardafvigelse (benchm.)	11,79
Active share	95,35

## KlimaTrends KL

vilkårene for elproduktion fra solvarme imidlertid dramatisk, da ændrede afregningspriser i Kina skubbede meget af efterspørgslen frem til første halvår, hvorved branchen stod med et overudbud i andet halvår 2016. Vi har solgt aktien som følge af svækkede grundlæggende faktorer på kort sigt.

Den aktie der bidrog mest positivt til afkastet i 2016 var Mueller Water Products. Mueller er gearret til den langsigtede udvikling inden for vandteknologi og står til at nyde godt af USA's øgede investeringer i vandinfrastruktur inden for de næste 3-5 år. Mueller blev yderligere styrket i november, hvor valget af Donald Trump udløste en positiv korrektion af industriaktier i forventningen om, at den nye regering vil afsætte store beløb til infrastrukturinvesteringer.

### Særlige risici i forbindelse med markedsudviklingen i 2017

Væksten i verdensøkonomien er fortsat positivt understøttet af en lempelig pengepolitik i såvel de udviklede økonomier som i emerging markets. Vækstniveauet i de udviklede økonomier er præget af diversitet de økonomiske regioner imellem. Europæisk økonomi er positivt understøttet af den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar, attraktive finansielle vilkår og afdæmpede inflationsforventninger. I USA er den økonomiske vækst pæn og arbejdsmarkedet stramt, og den Amerikanske Centralbank har genoptaget forhøjelserne af de ledende renter. Det er endnu ikke afklaret i detaljer, hvorledes den nyvalgte amerikanske præsident, Donald Trump, vil forvalte sit præsidentembede – herunder evt. ændre den førte økonomiske politik. Usikkerhed med hensyn til den økonomiske udvikling i såvel de udviklede økonomier som emerging markets, tempoet i stramningen af pengepolitikken i USA samt mindre tiltro til længden af en fortsat lempelig pengepolitik i Europa og Japan vil kunne give anledning til en negativ stemning på aktiemarkederne.

Da klimaforandringstemaet retter fokus mod den industrielle omstilling til en økonomi med lav CO<sub>2</sub>-udledning, har afdelingen en naturlig høj eksponering mod de dele af markedet, der er mere følsomme over for global økonomisk vækst, men med forsyning som den væsentligste undtagelse. Det forventes, at disse dele af markedet vil klare sig godt i takt med, at vendingen i verdensøkonomien fortsætter, men opstår der større problemer undervejs, kan det bremse opsvinget. Det vil formentlig påvirke afdelingens resultat på kort sigt.

Vi ser fortsat mange attraktive investeringer inden for klimaforandring i USA. Sejren til Donald Trump og Republikanerne ved det amerikanske præsidentvalg har ført til et regimeskifte på mange områder af amerikansk politik. Klimaforandring er helt klart et af disse områder, og selvom vi er nødt til at vente og nøje holde øje med udviklingen for at forstå det faktiske omfang af de politiske ændringer, så står det klart, at den mest markante ændring bliver mindre offentlig regulering. Omkostningerne ved rene teknologier reduceres fortsat, og det gør teknologierne konkurrencedygtige uden subsidier,

især nu hvor prisen på olie, kul og gas igen er på vej op. Denne udvikling bør være en vigtigere vækstfaktor end den offentlige regulering i USA.

Vi forventer fortsat hurtig udbredelse af vedvarende energi verden over, særligt inden for solenergi, men også inden for vind. Vi har været selektive med hensyn til eksponering, da vi er opmærksomme på den usikkerhed, der er forbundet med branchen. I 2016 øgede vi vores eksponering mod selskaber med aktiviteter inden for elbiler, da vi forventer, at dette område bliver et væksttema i de næste mange årtier.

### Forventninger til markedet og strategi for 2017

Væksten i den globale økonomi er positiv drevet af en solid økonomisk udvikling i de udviklede økonomier samtidigt med, at den økonomiske vækst i emerging markets er stabiliseret. Der er fortsat stor variation i vækstudviklingen imellem de forskellige økonomiske regioner. I USA forventes en stærk vækst at resultere i en stramning af pengepolitikken i 2017. Kombineret med en relativ høj prisfastsættelse kan det lægge en dæmper på udviklingen på aktiemarkedet. I Europa vil vi fortsat opleve meget lempelige finansielle vilkår. Dette vil understøtte investerings- og forbrugslysten, samtidigt med at en fortsat svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar vil være understøttende for den økonomiske vækst og dermed skabe et fornuftigt indtjeningspotentiale kombineret med en attraktiv prisfastsættelse. I 2017 forventer vi en moderat positiv udvikling på aktiemarkederne, men også markeder der vil være præget af både stigende og faldende risikoappetit drevet af økonomiske og politiske nyheder globalt.

I mange lande har myndighederne fokus på at nedbringe CO<sub>2</sub>-udledningen i den globale økonomi, hvilket afspejles i et øget politisk fokus på området verden over. Den globale klimaaftale, der blev indgået i Paris i december 2015 om at forbedre rapporteringen af miljømæssige fremskridt, har været en vigtig milepæl i denne proces, uanset om USA fortsat vil deltage. Således er der fortsat gode vækstudsigt for klimaforandringstemaet, og vi vurderer, at de attraktive afkast på investeringerne i energieffektivitet gør det til det mest interessante tema på kort sigt. Vi ser også en række interessante muligheder inden for internethandel, hvor selskaberne markant kan nedbringe deres miljøpåvirkning i forbindelse med drift og distribution i forhold til traditionelle butikker.

Der ses et stadigt større potentiale for omfattende forandring inden for transport, elproduktion og energi takket være de hastigt faldende omkostninger inden for solenergi og muligheden for lagring af el på batterier. Vi vurderer således, at automobilsektoren står over for hurtige og omfattende forandringer med stigende udbredelse af elbiler i løbet af de næste fem år. Vi har en alsidig eksponering mod denne sektor i form af bil- og batteriproducenter samt leverandører af komponenter til branchen.

## *KlimaTrends KL*

Vi forventer fortsat hurtig udbredelse af vedvarende energi verden over, særligt inden for solenergi, men også inden for vind, hvor teknologiske fremskridt gør det mere økonomisk fordelagtigt at installere vindmøller. Vi har selektiv eksponering mod kvalitetsinvesteringer på dette område og er opmærksomme på den usikkerhed, der er forbundet med branchen. Vi ser dog positivt på den seneste udvikling i USA og Kina om at forlænge støtteordningerne til begge disse primære vedvarende energikilder.

Endelig har vi øget vores eksponering mod miljøressourcer især via landbrugsrelaterede aktier. Efter to år med overskydende lagre og faldende priser på afgrøder forventer vi, at indtjeningen fra landbrug er ved at nå bunden, og at sektoren igen er blevet mere attraktiv.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## KlimaTrends KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteudgifter	12	19	<b>Likvide midler:</b>		
2 Udbytter	2.694	2.455	Indestående i depotselskab	1.835	3.575
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>2.682</b>	<b>2.436</b>	<b>I alt likvide midler</b>	<b>1.835</b>	<b>3.575</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab:</b>			<b>Kapitalandele:</b>		
Kapitalandele	3.693	23.321	Not. aktier fra DK selskaber	1.531	2.805
Afledte finansielle instr.	0	÷58	Not. aktier fra udl. selskaber	127.615	159.680
Valutakonti	21	268	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>129.146</b>	<b>162.485</b>
Øvrige aktiver/passiver	÷6	14	<b>Andre aktiver:</b>		
4 Handelsomkostninger	÷189	÷311	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	173	156
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>3.519</b>	<b>23.235</b>	Aktuelle skatteaktiver	211	255
<b>I alt indtægter</b>	<b>6.200</b>	<b>25.671</b>	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>383</b>	<b>411</b>
5 Administrationsomkostninger	2.250	2.680	<b>Aktiver i alt</b>	<b>131.364</b>	<b>166.471</b>
<b>Resultat før skat</b>	<b>3.951</b>	<b>22.991</b>	<b>Passiver</b>		
6 Skat	300	269	8 Investorerers formue	131.328	166.213
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>3.650</b>	<b>22.722</b>	<b>Anden gæld:</b>		
<b>Resultatdisponering</b>			Skyldige omkostninger	36	14
Foreslået udlodning	9.284	24.267	Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	244
Overført til udlodning næste år	13	46	<b>I alt anden gæld</b>	<b>36</b>	<b>258</b>
7 Disponeret i alt vedr. udlodning	9.296	24.313	<b>Passiver i alt</b>	<b>131.364</b>	<b>166.471</b>
Overført til formuen	÷5.646	÷1.591			
<b>I alt disponeret</b>	<b>3.650</b>	<b>22.722</b>			

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	10,00	26,24	7,20	13,38	3,73
Benchmarkafkast (pct.)	14,49	21,19	19,27	10,66	10,32
Sharpe Ratio	0,25	0,64	1,59	1,10	0,56
Indre værdi (DKK pr. andel)	106,33	127,42	127,39	131,51	116,00
Nettoresultat (t.DKK)	27.819	47.226	11.028	22.722	3.650
Udbytte (DKK pr. andel)	5,75	8,50	14,10	19,20	8,20
Administrationsomkostninger (pct.)	1,50	1,82	1,60	1,61	1,64
ÅOP	1,96	2,23	2,02	1,91	1,86
Omsætningshastighed (antal gange)	0,38	0,35	0,40	0,51	0,27
Investorerers formue (t.DKK)	236.562	195.888	163.909	166.213	131.328
Antal andele	2.224.865	1.537.281	1.286.708	1.263.922	1.132.141
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100



# KlimaTrends KL

## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

### Note 1: Renteudgifter i 1.000 DKK

	2016	2015
Andre renteudgifter	12	19
I alt renteudgifter	12	19

### Note 2: Udbytter i 1.000 DKK

	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	40	39
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	2.654	2.416
I alt udbytter	2.694	2.455

### Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK

	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	0	1.792
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	3.693	21.529
Terminforretninger/futures m.m.	0	÷58
Væltakonti	21	268
Øvrige aktiver/passiver	÷6	14
Handelsomkostninger	÷189	÷311
I alt kursgevinster og -tab	3.519	23.235

### Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 DKK

	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷241	÷346
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	52	36
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷189	÷311

### Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK

	2016		2015	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	0	0
Managementonorar	2.058	0	2.447	0
Fast administrationsonorar	192	0	232	0
I alt opdelte adm.omk.	2.250	0	2.680	0
I alt adm.omkostninger		2.250		2.680

### Note 6: Skat i 1.000 DKK

	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	300	269
I alt skat	300	269

### Note 7: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK

	2016	2015
Renter og udbytter	2.682	2.436
Ikke refunderbar udbytteskat	÷300	÷269
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	36	88
Kursgevinst til udlodning	9.632	24.057
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	÷693	745
Udlodning overført fra sidste år	46	0
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	11.401	27.057
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	2.250	2.680
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	145	÷65
I alt til rådighed for udlodning netto	9.296	24.313

### Note 8: Investorens formue

	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorens formue primo	1.263.922	166.213	1.286.708	163.909
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷24.267		÷18.143
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		311		987
Emissioner i året	41.386	4.663	67.214	8.958
Indløsninger i året	÷173.167	÷19.245	÷90.000	÷12.245
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		3		25
Foreslået udlodning		9.284		24.267
Overførsel af periodens resultat		÷5.646		÷1.591
Overført til udlodning næste år		13		46
I alt investorens formue	1.132.141	131.328	1.263.922	166.213

## Supplerende noter

	2016	2015
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,3	97,8
I alt finansielle instrumenter	98,3	97,8
Øvrige aktiver og passiver	1,7	2,2
I alt	100,0	100,0

## Latinamerika KL

Investorerer i selskaber hjemmehørende i eller med hovedaktiviteter i Latinamerika. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Da afdelingen investerer i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller som har hovedaktivitet i Latinamerika, dvs. Mexico, Mellemamerika, Sydamerika og Vestindien, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til latinamerikanske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

De latinamerikanske aktier oplevede store stigninger i 2016. Indledningsvist blev investorerens tillid undermineret af lave råvarepriser, forventninger om en strammere pengepolitik i USA og globale bekymringer om en sårbar kinesisk økonomi.

En række positive politiske begivenheder løftede imidlertid stemningen i regionen ganske dramatisk: Den amerikanske centralbank gentog sin udmelding om, at den ville træde varsel med sine renteforhøjelser, der sås tegn på stabilisering i Kina, og råvarepriserne begyndte igen at stige.

De største stigninger sås i Brasilien og Peru, som blev løftet af et politisk skifte væk fra populisme. Brasiliens præsident Dilma Rousseff blev væltet efter en langvarig rigsretssag, og udmeldinger om reformer fra hendes efterfølger, Michel Temer, løftede aktiemarkedet. I Peru blev den markedsvenlige kandidat Pedro Pablo Kuczynski valgt som præsident, og han fik mandat til at afsætte flere penge til investeringer i infrastruktur.

Aftagende vækst skabte derimod kursfald på det mexicanske aktiemarked, og pesoen blev svækket markant i perioden op til præsidentvalget i USA, som er Mexicos største handelspartner. Donald Trumps valgsejr rystede markedet yderligere, da den skabte bekymring om, at hans foreslåede protektionistiske tiltag vil tynde mexicansk økonomi.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 37,07 pct., mens benchmark steg 34,47 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en stabilisering af råvarepriserne, fortsat lave renter og god økonomisk vækst.

### Vurdering af resultatet

De primære bidragsydere til det relative afkast var alle brasilianske aktier takket være politisk optimisme i landet. Bedre adgang til lån gav et løft til banken Banco Bradesco, mens detailkæden Multiplan steg, fordi forbrugertilliden tilsyneladende havde bundet ud. Begge sektorer blev også understøttet af forventninger om lavere renter, da inflationen begyndte at aftage. Afdelingen nød også godt af manglende eksponering mod nogle af de pressede mexicanske aktier som eksempelvis America Movil, som var tyngt af øget indenlandsk konkurrence, øget bureaukrati og en stor uden-

### Afdelingens profil

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: November 1999
Risikoindikator (1-7): 6
Benchmark: MSCI Emerging Market Latin America inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0010257831
Porteføljerådgiver: Aberdeen Asset Managers Limited

### Landefordeling

Brasilien	61,3%
Mexico	20,5%
Chile	10,8%
Peru	2,6%
Luxembourg	2,4%
Øvrige inkl. likvide	2,4%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,07
Standardafvigelse	22,62
Tracking error	4,07
Information Ratio	0,11
Sharpe Ratio (benchm.)	0,05
Standardafvigelse (benchm.)	23,09
Active share	59,44

## Latinamerika KL

landsk gældsposition. Højere omkostninger og lavere reklameindtægter tyngede Grupo Televisa, så vi nød godt af den manglende eksponering.

Omvendt trak vores manglende eksponering mod de stats-ejede selskaber Petrobas og Banco do Brasil ned i det relative afkastet. Disse aktier steg som resultat af den gunstige udvikling i Brasiliens politiske landskab og de bedre økonomiske fremtidsudsigter. I Mexico faldt Banorte til trods for et pænt overskud som følge af usikkerhed om bankens eksponering mod landets økonomi. Valid, som har aktiviteter inden for betalings- og mobiløsninger, opnåede et resultat under det ventede som følge af dårligere resultater i selskabets division for betalingsmidler.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Brasilien og Mexico repræsenterer afdelingens største absolutte positioner. I Brasilien vil der formentlig fortsat være usikkerhed, da præsident Temer risikerer at blive udsat for de samme politiske kræfter, som fældede hans forgænger i 2016. Han fortsætter dog ufortrødent med sine reformer. Lovforslaget om at fastfryse de offentlige udgifter, som af mange betragtes som et mål for Temers succes, mangler kun den sidste afstemning i Senatet for at blive vedtaget. Samtidig er der fortsat usikkerhed i Mexico om, hvor langt Donald Trump vil gå som amerikansk præsident med hensyn til at omdefinere handelsforholdet mellem USA og Mexico og de mulige følgevirkninger for den allerede pressede indenlandske økonomi. Den nuværende usikkerhed risikerer at skabe endnu større udsving i aktiekurserne på begge markeder.

På sektorniveau kan inflationspresset fortsat dæmpe den private efterspørgsel, særligt som følge af nye olieprisstigninger og svækkede valutaer. Afdelingen har en del investeringer, der er afhængige af den private efterspørgsel. Afdelingens manglende eksponering mod forsyningsselskaber og telekommunikation fungerer som sikring mod de igangværende tiltag inden for lovgivning og selskabsledelse. Skulle tiltagene få en positiv effekt for selskaberne, kan det påvirke afdelingen negativt.

### Forventninger til markedet samt strategi

De latinamerikanske markeder ventes at komme under fornyet pres efter Donald Trumps valgsejr, som har styrket dollaren og skabt usikkerhed om potentielle protektionistiske tiltag. Selvom der fortsat hersker usikkerhed om virkningen af hans politik på længere sigt, så synes de fleste markeder i dag godt rustet til at overkomme de udfordringer, der måtte komme. Da olieproducenterne endelig er ved at nå til enighed om at skære i produktionen, kan udsving i råvarepriserne samtidig være godt nyt for de latinamerikanske eksportører. Mange af vores selskaber er markedsførende og har tidligere klaret sig igennem kriseperioder, og der tages skridt til at styrke marginerne i form af strammere omkostningsstyring.

Vi vil fortsat anvende vores langsigtede strategi om at fokusere på enkeltpapirer. De efterhånden velkendte udsving kan give gode muligheder for at købe op i velkendte og veldrevne selskaber. Selvom de aktuelle udfordringer kan skabe yderligere pres på marginerne på kort sigt, bør vores porteføljeselskabers robuste balancer og effektive drift sikre, at de kan klare sig både i gode og dårlige tider.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Latinamerika KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	11	11	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	6	3	Indestående i depotselskab	1.645	4.158
3 Udbytter	7.135	9.174	<b>I alt likvide midler</b>	<b>1.645</b>	<b>4.158</b>
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>7.141</b>	<b>9.182</b>	<b>Kapitalandele:</b>		
4 <b>Kursgevinster og -tab:</b>			Not. aktier fra udl. selskaber	231.215	182.427
Kapitalandele	63.790	+56.785	Unot. kap.andele fra udl. selsk.	3.883	2.706
Valutakonti	80	3	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>235.098</b>	<b>185.133</b>
Øvrige aktiver/passiver	30	+4	<b>Andre aktiver:</b>		
5 Handelsomkostninger	+39	+87	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	1.661	939
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>63.862</b>	<b>+56.873</b>	Mellemvær. vedr. handelsafv.	1.677	236
<b>I alt indtægter</b>	<b>71.002</b>	<b>+47.691</b>	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>3.338</b>	<b>1.176</b>
6 Administrationsomkostninger	3.874	4.347	<b>Aktiver i alt</b>	<b>240.081</b>	<b>190.467</b>
<b>Resultat før skat</b>	<b>67.128</b>	<b>+52.038</b>	<b>Passiver</b>		
7 Skat	627	712	9 <b>Investorerens formue</b>	<b>239.895</b>	<b>189.296</b>
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>66.501</b>	<b>+52.750</b>	<b>Anden gæld:</b>		
<b>Resultatdisponering</b>			Skyldige omkostninger	67	16
Foreslået udlodning	0	206	Mellemvær. vedr. handelsafv.	119	1.155
Overført til udlodning næste år	0	91	<b>I alt anden gæld</b>	<b>186</b>	<b>1.171</b>
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	0	297	<b>Passiver i alt</b>	<b>240.081</b>	<b>190.467</b>
Overført til formuen	66.501	+53.047			
<b>I alt disponeret</b>	<b>66.501</b>	<b>+52.750</b>			

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	24,51	+17,72	+3,77	+20,76	37,07
Benchmarkafkast (pct.)	7,40	+17,11	+0,32	+23,01	34,47
Sharpe Ratio	0,73	+0,23	+0,03	+0,82	0,07
Indre værdi (DKK pr. andel)	329,07	256,47	232,21	184,00	251,98
Nettoresultat (t.DKK)	108.161	+95.618	+13.332	+52.750	66.501
Udbytte (DKK pr. andel)	17,50	15,40	0,00	0,20	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,62	1,62	1,62	1,67	1,72
ÅOP	1,96	1,97	1,98	1,94	1,90
Omsætningshastighed (antal gange)	0,08	0,11	0,09	0,07	0,03
Investorerens formue (t.DKK)	560.600	405.162	306.314	189.296	239.895
Antal andele	1.703.600	1.579.795	1.319.134	1.028.769	952.047
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

## Latinamerika KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	11	11
I alt renteindtægter	11	11

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	6	3
I alt renteudgifter	6	3

Note 3: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	7.075	9.109
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	61	65
I alt udbytter	7.135	9.174

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	64.363	+56.969
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	+573	184
Valutakonti	80	3
Øvrige aktiver/passiver	30	+4
Handelsomkostninger	+39	+87
I alt kursgevinster og -tab	63.862	+56.873

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	+198	+244
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	159	157
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+39	+87

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	3	0	73	0
Managementhonorar	3.556	0	3.911	0
Fast administrationshonorar	315	0	364	0
I alt opdelte adm.omk.	3.874	0	4.347	0
I alt adm.omkostninger		3.874		4.347

Note 7: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	627	712
I alt skat	627	712

Note 8: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK	2016	2015
Renter og udbytter	7.141	9.182
Ikke refunderbar udbytteskat	+627	+712
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	0	3
Kursgevinst til udlodning	+6.309	2.337
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	73	+1.958
Udlodning overført fra sidste år	91	+4.726
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	368	4.126
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	3.874	4.347
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	168	518
I alt til rådighed for udlodning, brutto	+3.339	297
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	+3.339	0
I alt til rådighed for udlodning, netto	0	297

Note 9: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo	1.028.769	189.296	1.319.134	306.314
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		+206		0
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		6		0
Emissioner i året	98.778	23.424	21.300	3.994
Indløsninger i året	+175.500	+39.315	+311.665	+68.472
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		187		211
Foreslået udlodning		0		206
Overførsel af periodens resultat		66.501		+53.047
Overført til udlodning næste år		0		91
I alt investorenes formue	952.047	239.895	1.028.769	189.296

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,4	96,4
Øvrige finansielle instrumenter	1,6	1,4
I alt finansielle instrumenter	98,0	97,8
Øvrige aktiver og passiver	2,0	2,2
I alt	100,0	100,0

## *Latinamerika – Akkumulerende KL*

Investorerer i selskaber hjemmehørende i eller med hovedaktiviteter i Latinamerika. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Afdelingen udbydes i to andelsklasser:

- Latinamerika, klass SEK
- Latinamerika, klasse NOK

Afdelingens ledelsesberetning og det samlede regnskab omfattende resultat af investeringer m.m., som foretages fælles for klasserne, samt resultat af klassernes egne valuta-afdækninger og omkostninger findes på de følgende sider:

Noter for de enkelte klasser findes også på de følgende sider:

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

## Latinamerika – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK		31.12.2016 1.000 DKK	31.12.2015 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	4	3	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	3	1	Indestående i depotselskab	1.054	1.475
3 Udbytter	2.285	2.317	<b>I alt likvide midler</b>	<b>1.054</b>	<b>1.475</b>
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>2.286</b>	<b>2.318</b>	<b>Kapitalandele:</b>		
4 <b>Kursgevinster og -tab:</b>			Not. aktier fra udl. selskaber	74.079	51.970
Kapitalandele	18.575	÷ 15.056	Unot. kap.andele fra udl. selsk.	1.328	708
Valutakonti	÷ 53	74	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>75.406</b>	<b>52.678</b>
Øvrige aktiver/passiver	18	÷ 2	<b>Andre aktiver:</b>		
5 Handelsomkostninger	÷ 440	÷ 75	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	534	254
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>18.100</b>	<b>÷ 15.060</b>	Mellemvær. vedr. handelsafv.	3	0
<b>I alt indtægter</b>	<b>20.386</b>	<b>÷ 12.742</b>	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>538</b>	<b>254</b>
6 Administrationsomkostninger	1.230	1.126	<b>Aktiver i alt</b>	<b>76.998</b>	<b>54.407</b>
<b>Resultat før skat</b>	<b>19.156</b>	<b>÷ 13.868</b>	<b>Passiver</b>		
7 Skat	198	182	8 Investorers formue	76.799	54.386
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>18.958</b>	<b>÷ 14.050</b>	<b>Anden gæld:</b>		
<b>Resultatdisponering</b>			Skyldige omkostninger	21	6
Overført til formuen	18.958	÷ 14.050	Mellemvær. vedr. handelsafv.	178	15
<b>I alt disponeret</b>	<b>18.958</b>	<b>÷ 14.050</b>	<b>I alt anden gæld</b>	<b>199</b>	<b>21</b>
			<b>Passiver i alt</b>	<b>76.998</b>	<b>54.407</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Nettoresultat (t.DKK)	14.648	÷ 13.887	÷ 4.321	÷ 14.050	18.958
Omsætningshastighed (antal gange)	0,10	0,02	0,00	0,04	0,00
Investorers formue (t.DKK)	109.545	72.148	68.315	54.386	76.799

## Latinamerika – Akkumulerende KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	4	3
I alt renteindtægter	4	3

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	3	1
I alt renteudgifter	3	1

Note 3: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	2.264	2.303
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	20	13
I alt udbytter	2.285	2.317

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	18.788	÷ 15.106
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	÷ 213	49
Valutakonti	÷ 53	74
Øvrige aktiver/passiver	18	÷ 2
Handelsomkostninger	÷ 440	÷ 75
I alt kursgevinster og -tab	18.100	÷ 15.060

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷ 440	÷ 75
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷ 440	÷ 75

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	1	0	17	0
Managementhonorar	1.055	0	952	0
Fast administrationshonorar	175	0	158	0
I alt opdelte adm.omk.	1.230	0	1.126	0
I alt adm.omkostninger		1.230		1.126

Note 7: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	198	182
I alt skat	198	182

Note 8: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo		54.386		68.315
Emissioner i året		64.926		6.202
Indløsninger i året		÷ 62.423		÷ 6.142
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		952		61
Overførsel af periodens resultat		18.958		÷ 14.050
I alt investoreernes formue		76.799		54.386

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,5	95,6
Øvrige finansielle instrumenter	1,7	1,3
I alt finansielle instrumenter	98,2	96,9
Øvrige aktiver og passiver	1,8	3,1
I alt	100,0	100,0



## Latinamerika, klass SEK

Andelsklasse under Latinamerika – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindekatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Da andelsklassen investerer i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller som har hovedaktivitet i Latinamerika, dvs. Mexico, Mellemamerika, Sydamerika og Vestindien, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til latinamerikanske aktier. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

De latinamerikanske aktier oplevede store stigninger i 2016. Indledningsvist blev investorenes tillid undermineret af lave råvarepriser; forventninger om en strammere pengepolitik i USA og globale bekymringer om en sårbar kinesisk økonomi. En række positive politiske begivenheder løftede imidlertid stemningen i regionen ganske dramatisk: Den amerikanske centralbank gentog sin udmelding om, at den ville træde varsomt med sine renteforhøjelser; der sås tegn på stabilisering i Kina, og råvarepriserne begyndte igen at stige.

De største stigninger sås i Brasilien og Peru, som blev løftet af et politisk skifte væk fra populisme. Brasiliens præsident Dilma Rousseff blev væltet efter en langvarig rigsretssag, og udmeldinger om reformer fra hendes efterfølger, Michel Temer, løftede aktiemarkedet. I Peru blev den markedsvenlige kandidat Pedro Pablo Kuczynski valgt som præsident, og han fik mandat til at afsætte flere penge til investeringer i infrastruktur.

Aftagende vækst skabte derimod kursfald på det mexicanske aktiemarked, og pesoen blev svækket markant i perioden op til præsidentvalget i USA, som er Mexicos største handelspartner. Donald Trumps valgsejr rystede markedet yderligere, da den skabte bekymring om, at hans foreslåede protektionistiske tiltag vil tynde mexicansk økonomi.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et afkast på 45,58 pct. målt i SEK, mens benchmark steg 41,21 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en stabilisering af råvarepriserne, fortsat lave renter og god økonomisk vækst.

### Vurdering af resultatet

De primære bidragsydere til det relative afkast var alle brasilianske aktier takket være politisk optimisme i landet. Bedre adgang til lån gav et løft til banken Banco Bradesco, mens detailkæden Multiplan steg, fordi forbrugertilliden tilsyneladende havde bundet ud. Begge sektorer blev også understøttet af forventninger om lavere renter, da inflationen begyndte at aftage. Andelsklassen nød også godt af manglende eksponering mod nogle af de pressede mexicanske aktier som eksempelvis America Movil, som var tynget af øget indenlandsk konkurrence, øget bureaukrati og en stor udenlandsk gældsposition. Højere omkostninger og lavere reklameindtægter tyngede Grupo Televisa, så vi nød godt af den manglende eksponering.

#### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: August 2011
Risikoindeksator [1-7]: 6
Benchmark: MSCI Emerging Market Latin America inkl. nettoudbytter omregnet til SEK
Fondskode: DK0060485878
Porteføljeraðgiver: Aberdeen Asset Managers Limited

#### Landefordeling

Brasilien	61,6%
Mexico	20,3%
Chile	10,3%
Peru	2,4%
Luxembourg	2,3%
Øvrige inkl. likvide	3,1%

#### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,16
Standardafvigelse	23,41
Tracking error	4,15
Information Ratio	0,05
Sharpe Ratio (benchm.)	0,15
Standardafvigelse (benchm.)	24,02
Active share	60,09

## Latinamerika, klass SEK

Andelsklasse under Latinamerika – Akkumulerende KL

Omvendt trak vores manglende eksponering mod de stats-ejede selskaber Petrobas og Banco do Brasil ned i det relative afkastet. Disse aktier steg som resultat af den gunstige udvikling i Brasiliens politiske landskab og de bedre økonomiske fremtidsudsigter. I Mexico faldt Banorte til trods for et pænt overskud som følge af usikkerhed om bankens eksponering mod landets økonomi. Valid, som har aktiviteter inden for betalings- og mobiløsninger, opnåede et resultat under det ventede som følge af dårligere resultater i selskabets division for betalingsmidler.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Brasilien og Mexico repræsenterer andelsklassens største absolutte positioner. I Brasilien vil der formentlig fortsat være usikkerhed, da præsident Temer risikerer at blive udsat for de samme politiske kræfter, som fældede hans forgænger i 2016. Han fortsætter dog ufortrødent med sine reformer. Lovforslaget om at fastfryse de offentlige udgifter, som af mange betragtes som et mål for Temers succes, mangler kun den sidste afstemning i Senatet for at blive vedtaget. Samtidig er der fortsat usikkerhed i Mexico om, hvor langt Donald Trump vil gå som amerikansk præsident med hensyn til at omdefinere handelsforholdet mellem USA og Mexico og de mulige følgevirkninger for den allerede pressede indenlandske økonomi. Den nuværende usikkerhed risikerer at skabe endnu større udsving i aktiekurserne på begge markeder.

På sektorniveau kan inflationspresset fortsat dæmpe den private efterspørgsel, særligt som følge af nye olieprisstigninger og svækkede valutaer. Andelsklassen har en del investeringer, der er afhængige af den private efterspørgsel. Andelsklassens manglende eksponering mod forsyningsselskaber og telekommunikation fungerer som sikring mod de igangværende tiltag inden for lovgivning og selskabsledelse. Skulle tiltagene få en positiv effekt for selskaberne, kan det påvirke andelsklassen negativt.

### Forventninger til markedet samt strategi

De latinamerikanske markeder ventes at komme under fornyet pres efter Donald Trumps valgsejrr, som har styrket dollaren og skabt usikkerhed om potentielle protektionistiske tiltag. Selvom der fortsat hersker usikkerhed om virkningen af hans politik på længere sigt, så synes de fleste markeder i dag godt rustet til at overkomme de udfordringer, der måtte komme. Da olieproducenterne endelig er ved at nå til enighed om at skære i produktionen, kan udsving i råvarepriserne samtidig være godt nyt for de latinamerikanske eksportører. Mange af vores selskaber er markedsførende og har tidligere klaret sig igennem kriseperioder, og der tages skridt til at styrke marginerne i form af strammere omkostningsstyring.

Vi vil fortsat anvende vores langsigtede strategi om at fokusere på enkeltpapirer. De efterhånden velkendte udsving kan give gode muligheder for at købe op i velkendte og veldrevne selskaber. Selvom de aktuelle udfordringer kan skabe yderligere pres på marginerne på kort sigt, bør vores porteføljeselskabers robuste balancer og effektive drift sikre, at de kan klare sig både i gode og dårlige tider.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Latinamerika, klass SEK

Andelsklasse under Latinamerika – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast i SEK (pct.)	20,01	÷15,86	1,03	÷23,30	45,58
Benchmarkafkast i SEK (pct.)	3,11	÷14,46	6,90	÷25,73	41,21
Sharpe Ratio i SEK	-	-	÷0,02	÷0,79	0,16
Indre værdi (DKK pr. andel)	123,17	103,63	104,70	80,31	116,92
Nettoreultat (t.DKK)	14.648	÷12.718	÷3.592	÷11.490	17.291
Administrationsomkostninger (pct.)	1,75	1,73	1,73	1,72	1,69
Investorers formue (t.DKK)	109.545	59.538	56.406	44.419	75.913
Antal andele	1.022.373	681.510	685.317	678.750	836.734
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

<b>KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK</b>	<b>1.1.-31.12.2016</b>	<b>1.1.-31.12.2015</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen	18.438	÷10.572
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	1.147	918
<b>Klassens resultat</b>	<b>17.291</b>	<b>÷11.490</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorers formue primo	44.419	56.406
Emissioner i året	64.451	4.840
Indløsninger i året	÷51.112	÷5.388
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	864	51
Overførsel af periodens resultat	17.291	÷11.490
<b>Investorers formue ultimo</b>	<b>75.913</b>	<b>44.419</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	678.750	685.317
Emissioner i året	755.383	59.473
Indløsninger i året	÷597.399	÷66.040
<b>Andele ultimo året</b>	<b>836.734</b>	<b>678.750</b>

## Latinamerika, klasse NOK

### Andelsklasse under Latinamerika – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

#### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Da andelsklassen investerer i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller som har hovedaktivitet i Latinamerika, dvs. Mexico, Mellemamerika, Sydamerika og Vestindien, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til latinamerikanske aktier. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

#### Markedet

De latinamerikanske aktier oplevede store stigninger i 2016. Indledningsvist blev investorenes tillid undermineret af lave råvarepriser, forventninger om en strammere pengepolitik i USA og globale bekymringer om en sårbar kinesisk økonomi. En række positive politiske begivenheder løftede imidlertid stemningen i regionen ganske dramatisk: Den amerikanske centralbank gentog sin udmelding om, at den ville træde varsel med sine renteforhøjelser, der sås tegn på stabilisering i Kina, og råvarepriserne begyndte igen at stige.

De største stigninger sås i Brasilien og Peru, som blev løftet af et politisk skifte væk fra populisme. Brasiliens præsident Dilma Rousseff blev væltet efter en langvarig rigsretssag, og udmeldinger om reformer fra hendes efterfølger, Michel Temer, løftede aktiemarkedet. I Peru blev den markedsvenlige kandidat Pedro Pablo Kuczynski valgt som præsident, og han fik mandat til at afsætte flere penge til investeringer i infrastruktur.

Aftagende vækst skabte derimod kursfald på det mexicanske aktiemarked, og pesoen blev svækket markant i perioden op til præsidentvalget i USA, som er Mexicos største handelspartner. Donald Trumps valgsejr rystede markedet yderligere, da den skabte bekymring om, at hans foreslåede protektionistiske tiltag vil tynde mexicansk økonomi.

#### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et afkast på 31,85 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 27,43 pct. målt i NOK. Andelsklassen afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en stabilisering af råvarepriserne, fortsat lave renter og god økonomisk vækst.

#### Vurdering af resultatet

De primære bidragsydere til det relative afkast var alle brasilianske aktier takket være politisk optimisme i landet. Bedre adgang til lån gav et løft til banken Banco Bradesco, mens detailkæden Multiplan steg, fordi forbrugertilliden tilsyneladende havde bundet ud. Begge sektorer blev også understøttet af forventninger om lavere renter, da inflationen begyndte at aftage. Andelsklassen nød også godt af manglende eksponering mod nogle af de pressede mexicanske aktier som eksempelvis America Movil, som var tyngt af øget indenlandsk konkurrence, øget bureaukrati og en stor udenlandsk gældsposition. Højere omkostninger og lavere reklameindtægter tyngede Grupo Televisa, så vi nød godt af den manglende eksponering.

#### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Oktober 2013
Risikoindikator (1-7): 6
Benchmark: MSCI Emerging Market Latin America inkl. nettoudbytter omregnet til NOK
Fondskode: DK0060517233
Porteføljerafdgiver: Aberdeen Asset Managers Limited

#### Landefordeling

Brasilien	61,6%
Mexico	20,3%
Chile	10,3%
Peru	2,4%
Luxembourg	2,3%
Øvrige inkl. likvide	3,1%

#### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,14
Standardafvigelse	20,44
Tracking error	4,20
Information Ratio	0,09
Sharpe Ratio (benchm.)	0,12
Standardafvigelse (benchm.)	20,92
Active share	60,09

## Latinamerika, klasse NOK

Andelsklasse under Latinamerika – Akkumulerende KL

Omvendt trak vores manglende eksponering mod de stats-ejede selskaber Petrobras og Banco do Brasil ned i det relative afkastet. Disse aktier steg som resultat af den gunstige udvikling i Brasiliens politiske landskab og de bedre økonomiske fremtidsudsigter. I Mexico faldt Banorte til trods for et pænt overskud som følge af usikkerhed om bankens eksponering mod landets økonomi. Valid, som har aktiviteter inden for betalings- og mobilløsninger, opnåede et resultat under det ventede som følge af dårligere resultater i selskabets division for betalingsmidler.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Brasilien og Mexico repræsenterer andelsklassens største absolutte positioner. I Brasilien vil der formentlig fortsat være usikkerhed, da præsident Temer risikerer at blive udsat for de samme politiske kræfter, som fældede hans forgænger i 2016. Han fortsætter dog ufortrødent med sine reformer. Lovforslaget om at fastfryse de offentlige udgifter, som af mange betragtes som et mål for Temers succes, mangler kun den sidste afstemning i Senatet for at blive vedtaget. Samtidig er der fortsat usikkerhed i Mexico om, hvor langt Donald Trump vil gå som amerikansk præsident med hensyn til at omdefinere handelsforholdet mellem USA og Mexico og de mulige følgevirkninger for den allerede pressede indenlandske økonomi. Den nuværende usikkerhed risikerer at skabe endnu større udsving i aktiekurserne på begge markeder.

På sektorniveau kan inflationspresset fortsat dæmpe den private efterspørgsel, særligt som følge af nye olieprisstigninger og svækkede valutaer. Andelsklassen har en del investeringer, der er afhængige af den private efterspørgsel. Andelsklassens manglende eksponering mod forsyningselskaber og telekommunikation fungerer som sikring mod de igangværende tiltag inden for lovgivning og selskabsledelse. Skulle tiltagene få en positiv effekt for selskaberne, kan det påvirke andelsklassen negativt.

### Forventninger til markedet samt strategi

De latinamerikanske markeder ventes at komme under fornyet pres efter Donald Trumps valgsejr, som har styrket dollaren og skabt usikkerhed om potentielle protektionistiske tiltag. Selvom der fortsat hersker usikkerhed om virkningen af hans politik på længere sigt, så synes de fleste markeder i dag godt rustet til at overkomme de udfordringer, der måtte komme. Da olieproducenterne endelig er ved at nå til enighed om at skære i produktionen, kan udsving i råvarepriserne samtidig være godt nyt for de latinamerikanske eksportører. Mange af vores selskaber er markedsførende og har tidligere klarer sig igennem kriseperioder, og der tages skridt til at styrke marginerne i form af strammere omkostningsstyring.

Vi vil fortsat anvende vores langsigtede strategi om at fokusere på enkeltpapirer. De efterhånden velkendte udsving kan give gode muligheder for at købe op i velkendte og veldrevne selskaber. Selvom de aktuelle udfordringer kan skabe yderligere pres på marginerne på kort sigt, bør vores porteføljeselskabers robuste balancer og effektive drift sikre, at de kan klare sig både i gode og dårlige tider.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Latinamerika, klasse NOK

Andelsklasse under Latinamerika – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	2013	2014	2015	2016
Afkast i NOK (pct.)*	-	÷5,66	2,47	÷15,83	31,85
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	÷8,01	8,38	÷18,58	27,43
Sharpe Ratio i NOK	-	-	-	-	0,14
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	94,19	96,51	81,23	107,11
Nettoreultat (t.DKK)*	-	÷1.169	÷729	÷2.560	1.667
Administrationsomkostninger (pct.)	-	1,73	1,73	1,72	1,69
Investorers formue (t.DKK)	-	12.610	11.909	9.967	886
Antal andele	-	150.020	150.344	158.090	10.102
Stykstørrelse i DKK	-	100	100	100	100

\* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

<b>KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK</b>	<b>1.1.-31.12.2016</b>	<b>1.1.-31.12.2015</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen	1.750	÷2.352
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	83	208
<b>Klassens resultat</b>	<b>1.667</b>	<b>÷2.560</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorers formue primo	9.967	11.909
Emissioner i året	476	1.362
Indløsninger i året	÷11.311	÷755
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	88	11
Overførsel af periodens resultat	1.667	÷2.560
<b>Investorers formue ultimo</b>	<b>886</b>	<b>9.967</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	158.090	150.344
Emissioner i året	5.761	18.703
Indløsninger i året	÷153.749	÷10.957
<b>Andele ultimo året</b>	<b>10.102</b>	<b>158.090</b>

## Mix – Akkumulerende KL

Investerer i danske og udenlandske aktier og obligationer, herunder værdipapirer fra emerging markets-lande og virksomhederobligationer. Aktier kan maksimalt udgøre 45 pct. af afdelingen. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Afdelingen investerer i både aktier og obligationer – herunder i obligationer fra de nye markeder og virksomheder. Afdelingen spreder dermed sine investeringer på flere aktivtyper, dvs. både aktier og obligationer. Fordelingen af aktier og obligationer er afhængig af vores forventninger til markedsudviklingen og under hensyn til den samlede risiko. Aktier kan maksimalt udgøre 45 % af afdelingens formue. Afdelingen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer aktier og obligationer samt valutaer. Afdelingen afdækker

ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et positivt afkast på 4,61 pct. Afdelingen har intet benchmark, men det opnåede afkast er meget tilfredsstillende i forhold til konkurrenter, og har indfriet vores forventning om et lavt positivt afkast grundet afdelingens investeringer i virksomhedsobligationer med lav kreditvurdering.

Afdelingen har intet benchmark, da afdelingen følger en absolut orienteret investeringsstrategi hvor målsætningen er at skabe positivt afkast, der er uafhængigt af markedsafkastet. Der anvendes et sammensat indikator indeks, mod hvilket afdelingens afkast måles.

### Vurdering af resultatet

Afdelingens investeringer kan som hovedregel inddeles i 3 aktivklasser – aktier, danske og udenlandske stats- og realkreditobligationer, samt kreditobligationer, der tæller virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder.

Aktier bidrog positivt til det samlede afkast med flotte afkast fra blandt andet Danske Invest USA og Danske Invest Nye Markeder Akkumulerende med stigninger på hhv. 17 og 15 pct. Afdelingens andel af aktier var ved indgangen til året 27 pct. og ultimo 26 pct.

Afdelingens danske obligationer gav et svagt positivt afkast. 2016 har været præget af rentefald og et højt konverteringsomfang. Realkreditobligationer har gennem det meste af året været understøttet af høj efterspørgsel, hvilket har medvirket til en indsnævring af rentespændet til statsobligationer. Generelt har obligationer givet et positivt afkast i 2016.

Investeringerne i kreditobligationer bidrog mest positivt. Virksomhedsobligationer med lav kreditværdighed – High Yield obligationer – var hårdt ramt i 2015, men kom stærkt igen i 2016. Året endte med afkast for Danske Invest Engros US High Yield Bonds KL og Danske Invest Globale High Yield

### Afdelingens profil

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Oktober 2005
Risikoindikator [1-7]: 3
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060010841
Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Formuefordeling

Danske obl.	51,2%
Udenlandske obl.	22,4%
Udenlandske akt.	26,2%
Øvrige inkl. likvide	0,2%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	1,15
Standardafvigelse	3,89

## Mix – Akkumulerende KL

Obligationer KL på henholdsvis 13 pct. og 17 pct. Afdelingens andel af kreditobligationer var ved indgangen til året 21 pct. og ultimo 22 pct.”.

Vi sænkede aktieandelen i andet kvartal frem mod folkeafstemningen i Storbritannien. Den umiddelbare reaktion var aktiekursfald, men markedet rettede sig hurtigt.

Før valget i USA i november forventede vi, at Clinton ville vinde og blive ny præsident. Derfor fastholdte vi risikoniveauet i afdelingen. Mod vores forventning blev Trump valgt, og mod vores forventning medførte det både stigende renter og aktiekurser, fordi Trump har fokuseret sin retorik på vækst ved økonomisk stimuli.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Ved indgangen til 2017 har afdelingen en moderat allokering til aktier og en allokering til kreditobligationer i den høje ende. Den resterende del er investeret i danske realkredit- og statsobligationer. Afdelingens risiko er derfor både relateret til aktie- og kreditrisiko samt risikoen i forhold til renteutviklingen.

Vi vurderer, at den største risiko for europæisk økonomi i 2017 vil være politisk usikkerhed. Vi står foran en række betydningsfulde valg hvor de mest centrale bliver i Frankrig og Tyskland. I begge tilfælde truer den tiltagende populisme, og vi kan ikke på forhånd udelukke, at vi endnu engang må erkende, at de etablerede partier taber terræn og måske endda magten. Udfaldene af begge valg vil påvirke stemningen i hele Europa, men vi vurderer ikke, at begivenhederne for alvor vil sætte sig i europæisk økonomi.

### Forventninger til markedet samt strategi

Global økonomi vil levere robust vækst i 2017, og det er positivt for de børsnoterede virksomheder, hvis indtjening længe har været under pres grundet det svage globale vækstmiljø. Derfor er der udsigt til flot indtjeningsvækst i 2017. Ligeledes forventer vi, at alle de store økonomier vil fastholde lempelig både penge- og finanspolitik, og det vil medvirke til, at økonomierne vil fastholde de flotte takter, de viste ved udgangen af 2016.

I USA forventer vi at se en gradvis normalisering af pengepolitikken i lyset af et stramt arbejdsmarked med stigende lønninger og forbrugerpriser til følge. Derfor vil den amerikanske centralbank hæve renterne to til tre gange i løbet af året, uden at dette bremser væksten. Trumps løfter om lempeligere finanspolitik vil sandsynligvis påvirke væksten positivt.

I Europa forventer vi lempelig penge- og finanspolitik. I det lys forlængede den europæiske centralbank (ECB) i december igen deres opkøbsprogram af obligationer. ECB vil bidrage positivt til væksten ved at holde renterne nede og euroen svag. Vi forventer, at Sydeuropa vil følge anbefalingen og lade de offentlige budgetter skride yderligere. Europa vil derfor vokse over sit langsigtede potentiale.

Vedrørende Kina forventer vi, at finanspolitikken bliver styret med hård hånd ligesom i 2016. Særligt forventer vi, at infrastrukturinvesteringer vil være med til at fastholde en vækst på omkring 6,5 procent. Politikken er grundlæggende uholdbar, men vi forventer ikke, at det vil resultere i en finansiel krise i 2017, idet centralbanken vil sikre, at der er rigeligt med likviditet.

Samlet set ser vi positivt på 2017. Vi forventer positive afkast på aktier og kreditobligationer, og ser vi har særligt positive forventninger til obligationer fra nye markeder i lokal valuta. Vi forventer beskedne afkast på de danske obligationer, fordi de er presset af lave renteniveauer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med markedsudviklingen. Afkastet blandt andet afhængigt de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.



## Mix – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK		31.12.2016 1.000 DKK	31.12.2015 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	17.447	19.491	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	53	82	Indestående i depotselskab	3.409	1.680
3 Udbytter	75.578	23.684	<b>I alt likvide midler</b>	<b>3.409</b>	<b>1.680</b>
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>92.972</b>	<b>43.093</b>	<b>Obligationer:</b>		
4 <b>Kursgevinster og -tab:</b>			Not. obl. fra danske udstedere	1.296.409	1.202.132
Obligationer	21.088	+29.604	Not. obl. fra udl. udstedere	25.100	25.063
Kapitalandele	37.729	89.558	<b>I alt obligationer</b>	<b>1.321.509</b>	<b>1.227.195</b>
Valutakonti	2	118	<b>Kapitalandele:</b>		
5 Handelsomkostninger	+35	+296	Inv-beviser i andre danske inv- og specialforeninger	1.166.790	1.122.266
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>58.784</b>	<b>59.776</b>	Inv-beviser i andre udl. inv- og specialforeninger	37.910	39.547
<b>I alt indtægter</b>	<b>151.756</b>	<b>102.869</b>	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>1.204.700</b>	<b>1.161.813</b>
6 Administrationsomkostninger	28.133	25.879	<b>Andre aktiver:</b>		
<b>Resultat før skat</b>	<b>123.622</b>	<b>76.989</b>	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	5.629	5.573
7 Skat	10.982	83	Andre tilgodehavender	0	21
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>112.640</b>	<b>76.906</b>	Mellemvær. vedr. handelsafv.	48.276	0
<b>Resultatdisponering</b>			Aktuelle skatteaktiver	2.224	2.224
Overført til formuen	112.640	76.906	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>56.129</b>	<b>7.818</b>
<b>I alt disponeret</b>	<b>112.640</b>	<b>76.906</b>	<b>Aktiver i alt</b>	<b>2.585.747</b>	<b>2.398.506</b>
			<b>Passiver</b>		
			8 <b>Investorers formue</b>	<b>2.584.756</b>	<b>2.398.506</b>
			<b>Anden gæld:</b>		
			Skyldige omkostninger	245	0
			Mellemvær. vedr. handelsafv.	747	0
			<b>I alt anden gæld</b>	<b>991</b>	<b>0</b>
			<b>Passiver i alt</b>	<b>2.585.747</b>	<b>2.398.506</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	10,16	5,00	5,40	3,64	4,61
Sharpe Ratio	1,10	1,02	2,28	1,13	1,15
Indre værdi (DKK pr. andel)	124,75	130,99	138,06	143,08	149,68
Nettoresultat (t.DKK)	170.325	90.105	103.696	76.906	112.640
Administrationsomkostninger (pct.)	1,10	1,12	1,04	1,09	1,14
ÅOP	1,36	1,37	1,27	1,22	1,21
Omsætningshastighed (antal gange)	0,24	0,36	0,39	0,37	0,54
Investorers formue (t.DKK)	1.825.805	1.875.359	2.155.368	2.398.506	2.584.756
Antal andele	14.635.800	14.317.081	15.612.025	16.763.656	17.268.464
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

## Mix – Akkumulerende KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	1	0
Noterede obligationer fra danske udstedere	17.371	19.363
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	75	127
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>17.447</b>	<b>19.491</b>

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	53	82
<b>I alt renteudgifter</b>	<b>53</b>	<b>82</b>

Note 3: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Inv.-bev iser i andre danske inv- og specialforeninger	75.578	23.684
<b>I alt udbytter</b>	<b>75.578</b>	<b>23.684</b>

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	21.050	÷29.492
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	37	÷113
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	11	42
Inv.-bev iser i danske inv- og specialforeninger	38.968	89.547
Inv.-bev iser i udenlandske inv- og specialforeninger	÷1.250	÷31
Valutakonti	2	118
Handelsomkostninger	÷35	÷296
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>58.784</b>	<b>59.776</b>

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷38	÷340
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	2	44
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>÷35</b>	<b>÷296</b>

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	0	0	65	0
Øvrige omkostninger	0	0	7	0
Managementhonorar	25.665	0	23.442	0
Fast administrationshonorar	2.468	0	2.365	0
I alt opdeltede adm.omk.	28.133	0	25.879	0
<b>I alt adm.omkostninger</b>		<b>28.133</b>		<b>25.879</b>

I administrationsomkostningerne indgår t.DKK 13.410 fra "Kursregulering af investeringsbev iser".

Note 7: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	10.982	83
<b>I alt skat</b>	<b>10.982</b>	<b>83</b>

Note 8: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo	16.763.656	2.398.506	15.612.025	2.155.368
Emissioner i året	777.980	113.138	1.460.000	210.052
Indløsninger i året	÷273.172	÷39.906	÷308.369	÷44.403
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		377		583
Overførsel af periodens resultat		112.640		76.906
<b>I alt investoreernes formue</b>	<b>17.268.464</b>	<b>2.584.756</b>	<b>16.763.656</b>	<b>2.398.506</b>

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	83,7	90,4
Øvrige finansielle instrumenter	14,0	9,2
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>97,7</b>	<b>99,6</b>
Øvrige aktiver og passiver	2,3	0,4
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Inv.bev iser i danske og udenlandske inv. og specialforeninger i 1.000 DKK

Beholdningen består af aktiebaserede afdelinger af danske og udenlandske investeringsforeninger. Specifikation findes i beholdningslisten jævnfør noten ovenfor.

I beholdningen indgår følgende unoterede investeringsforeninger, hvor afdelingen besidder mere end 5 pct. af kapitalen.

	Egenkapital 31.12.2016	Egenkapital 31.12.2015
	Ejerandel 1.000 DKK	Ejerandel 1.000 DKK
Em Ma Debt H C - Acc	10,17	1.453.395
NyeMarObL/Ak kl DKK	11,01	774.644
USA Index Fund DKK	17,78	193.372
	7,51	1.515.630
	0,00	0
	0,00	0

## Mix Defensiv – Akkumulerende KL

Investerer i danske og udenlandske aktier og obligationer, herunder værdipapirer fra emerging markets-lande og virksomhederobligationer. Aktier kan maksimalt udgøre 30 pct. af afdelingen. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindekset – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Afdelingen investerer i både aktier og obligationer – herunder i obligationer fra de nye markeder og virksomheder. Afdelingen spreder dermed sine investeringer på flere aktivtyper, dvs. både aktier og obligationer. Fordelingen af aktier og obligationer er afhængig af vores forventninger til markedsudviklingen og under hensyn til den samlede risiko. Aktier kan maksimalt udgøre 30 % af afdelingens formue. Afdelingen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer aktier og obligationer samt valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

Det globale aktiemarked gav et afkast på 10,73 pct. i 2016 med store regionale afkastforskelle. Aktier fra nye markeder og USA steg pænt som følge af henholdsvis en aktiv regering med fokus på vækst i Kina samt stigende vækst- og inflationsforventninger i USA.

Markederne for virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder var præget af høje afkast. Det var i særdeleshed markedet for amerikanske virksomhedsobligationer med lav kreditværdighed, der trak afkastet op. Det var i høj grad en konsekvens af høje afkast på obligationsudstedelser fra virksomheder med aktiviteter i oliesektoren på grund af en stigende oliepris.

2016 startede med rentefald som følge af usikkerheden vedrørende Kina, faldende oliepris og deraf risiko for vækstudsigtterne. Renterne faldt lidt mere frem mod folkeafstemningen i Storbritannien i juni måned. I løbet af efteråret begyndte renterne – primært de amerikanske – at stige af primært to årsager: Donald Trump blev ny præsident i USA og fokus blev vendt mod vækst og inflation efter valget, som pressede inflationsforventningerne op. Det amerikanske arbejdsmarked viste stadig styrke, og derfor hævede den amerikanske centralbank (Fed) den ledende rente i december.

Renten på en dansk statsobligation med 10 års restløbetid faldt i løbet af året fra 0,92 pct. til 0,33 pct.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et positivt afkast på 3,32 pct. Afdelingen har intet benchmark, men det opnåede afkast er tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen, og har indfriet vores forventning om et lavt positivt afkast grundet afdelingens investeringer i virksomhedsobligationer med lav kreditvurdering.

Afdelingen har intet benchmark, da afdelingen følger en absolut orienteret investeringsstrategi hvor målsætningen er at skabe positivt afkast, der er uafhængigt af markedsafkastet. Der anvendes et sammensat indikativt indeks, mod hvilket afdelingens afkast måles.

### Afdelingens profil

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Juni 2010
Risikoindeks (1-7): 3
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060228633
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Formuefordeling

Danske obl.	62,8%
Udenlandske obl.	21,2%
Udenlandske akt.	15,8%
Øvrige inkl. likvide	0,2%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	1,09
Standardafvigelse	2,70

## Mix Defensiv – Akkumulerende KL

### Vurdering af resultatet

Afdelingens investeringer kan som hovedregel inddeles i 3 aktivklasser – aktier, danske og udenlandske stats- og realkreditobligationer, samt kreditobligationer, der tæller virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder:

Aktier bidrog positivt til det samlede afkast med flotte afkast fra blandt andet Danske Invest USA og Danske Invest Nye Markeder Akkumulerende med stigninger på hhv. 17 og 15 pct. Afdelingens andel af aktier var ved indgangen til året 17 pct. og ultimo 16 pct.

Afdelingens danske obligationer gav et svagt positivt afkast. 2016 har været præget af rentefald og et højt konverteringsomfang. Realkreditobligationer har gennem det meste af året været understøttet af høj efterspørgsel, hvilket har medvirket til en indsnævring af rentespændet til statsobligationer. Generelt har obligationer givet et positivt afkast i 2016.

Investeringerne i kreditobligationer bidrog mest positivt. Virksomhedsobligationer med lav kreditværdighed – High Yield obligationer – var hårdt ramt i 2015, men kom stærkt igen i 2016. Året endte med afkast for Danske Invest Engros US High Yield Bonds KL og Danske Invest Globale High Yield-Obligationer KL på henholdsvis 13 pct. og 17 pct. Afdelingens andel af kreditobligationer var ved indgangen til året 22 pct. og ultimo 21 pct.

Vi sænkede aktieandelen i andet kvartal frem mod folkeafstemningen i Storbritannien. Den umiddelbare reaktion var aktiekursfald, men markedet rettede sig hurtigt.

Før valget i USA i november forventede vi, at Clinton ville vinde og blive ny præsident. Derfor fastholdte vi risikoniveauet i afdelingen. Mod vores forventning blev Trump valgt, og mod vores forventning medførte det både stigende renter og aktiekurser, fordi Trump har fokuseret sin retorik på vækst ved økonomisk stimuli.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Ved indgangen til 2017 har afdelingen en moderat allokering til aktier og en allokering til kreditobligationer i den høje ende. Den resterende del er investeret i danske realkredit- og statsobligationer. Afdelingens risiko er derfor både relateret til aktie- og kreditrisiko samt risikoen i forhold til renteutviklingen.

Vi vurderer, at den største risiko for europæisk økonomi i 2017 vil være politisk usikkerhed. Vi står foran en række betydningsfulde valg hvor de mest centrale bliver i Frankrig og Tyskland. I begge tilfælde truer den tiltagende populisme,

og vi kan ikke på forhånd udelukke, at vi endnu engang må erkende, at de etablerede partier taber terræn og måske endda magten. Udfaldene af begge valg vil påvirke stemningen i hele Europa, men vi vurderer ikke, at begivenhederne for alvor vil sætte sig i europæisk økonomi.

### Forventninger til markedet samt strategi

Global økonomi vil levere robust vækst i 2017, og det er positivt for de børsnoterede virksomheder, hvis indtjening længe har været under pres grundet det svage globale vækstmiljø. Derfor er der udsigt til flot indtjeningsvækst i 2017. Ligeledes forventer vi, at alle de store økonomier vil fastholde lempelig både penge- og finanspolitik, og det vil medvirke til, at økonomierne vil fastholde de flotte takter, de viste ved udgangen af 2016.

I USA forventer vi at se en gradvis normalisering af pengepolitikken i lyset af et stramt arbejdsmarked med stigende lønninger og forbrugerpriser til følge. Derfor vil den amerikanske centralbank hæve renterne to til tre gange i løbet af året, uden at dette bremser væksten. Trumps løfter om lempeligere finanspolitik vil sandsynligvis påvirke væksten positivt.

I Europa forventer vi lempelig penge- og finanspolitik. I det lys forlængede den europæiske centralbank (ECB) i december igen deres opkøbsprogram af obligationer. ECB vil bidrage positivt til væksten ved at holde renterne nede og euroen svag. Vi forventer, at Sydeuropa vil følge anbefalingen og lade de offentlige budgetter skride yderligere. Europa vil derfor vokse over sit langsigtede potentiale.

Vedrørende Kina forventer vi, at finanspolitikken bliver styret med hård hånd ligesom i 2016. Særligt forventer vi, at infrastrukturinvesteringer vil være med til at fastholde en vækst på omkring 6,5 procent. Politikken er grundlæggende uholdbar, men vi forventer ikke, at det vil resultere i en finansiel krise i 2017, idet centralbanken vil sikre, at der er rigeligt med likviditet.

Samlet set ser vi positivt på 2017. Vi forventer positive afkast på aktier og kreditobligationer, og ser vi har særligt positive forventninger til obligationer fra nye markeder i lokal valuta. Vi forventer beskedne afkast på de danske obligationer, fordi de er presset af lave renteniveauer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med markedsudviklingen. Afkastet blandt andet afhængigt de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Mix Defensiv – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	13.281	14.747	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	50	69	Indestående i depotselskab	3.458	6.497
3 Udbytter	30.754	10.611	<b>I alt likvide midler</b>	<b>3.458</b>	<b>6.497</b>
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>43.985</b>	<b>25.288</b>	<b>Obligationer:</b>		
4 <b>Kursgevinster og -tab:</b>			Not. obl. fra danske udstedere	978.314	960.589
Obligationer	2.726	÷10.510	<b>I alt obligationer</b>	<b>978.314</b>	<b>960.589</b>
Kapitalandele	25.109	34.023	<b>Kapitalandele:</b>		
Valutakonti	1	41	Inv-beviser i andre danske		
5 Handelsomkostninger	÷31	÷127	inv- og specialforeninger	560.895	574.165
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>27.804</b>	<b>23.427</b>	Inv-beviser i andre udl.		
<b>I alt indtægter</b>	<b>71.789</b>	<b>48.715</b>	inv- og specialforeninger	15.163	15.845
6 Administrationsomkostninger	16.440	15.356	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>576.058</b>	<b>590.010</b>
<b>Resultat før skat</b>	<b>55.349</b>	<b>33.360</b>	<b>Andre aktiver:</b>		
7 Skat	4.387	326	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	4.812	5.735
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>50.961</b>	<b>33.034</b>	Mellemvær. vedr. handelsafv.	33.012	0
<b>Resultatdisponering</b>			Aktuelle skatteaktiver	872	872
Overført til formuen	50.961	33.034	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>38.696</b>	<b>6.607</b>
<b>I alt disponeret</b>	<b>50.961</b>	<b>33.034</b>	<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.596.526</b>	<b>1.563.704</b>
			<b>Passiver</b>		
			8 Investorerers formue	1.595.741	1.563.688
			<b>Anden gæld:</b>		
			Skyldige omkostninger	161	15
			Mellemvær. vedr. handelsafv.	625	0
			<b>I alt anden gæld</b>	<b>786</b>	<b>15</b>
			<b>Passiver i alt</b>	<b>1.596.526</b>	<b>1.563.704</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	7,37	3,34	3,19	2,44	3,32
Sharpe Ratio	-	1,47	2,11	1,03	1,09
Indre værdi (DKK pr. andel)	110,99	114,70	118,36	121,26	125,29
Nettoresultat (t.DKK)	70.117	37.692	39.774	33.034	50.961
Administrationsomkostninger (pct.)	0,99	1,00	0,95	1,00	1,05
ÅOP	1,23	1,25	1,18	1,13	1,12
Omsætningshastighed (antal gange)	0,26	0,40	0,35	0,36	0,41
Investorerers formue (t.DKK)	1.119.878	1.218.947	1.419.634	1.563.688	1.595.741
Antal andele	10.089.457	10.626.811	11.993.733	12.895.629	12.736.541
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

## Mix Defensiv – Akkumulerende KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	13.281	14.747
I alt renteindtægter	13.281	14.747

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	50	69
I alt renteudgifter	50	69

Note 3: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Inv-beviser i andre danske inv- og specialforeninger	30.754	10.611
I alt udbytter	30.754	10.611

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	2.726	÷10.510
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	25.634	34.039
Inv-beviser i udenlandske inv- og specialforeninger	÷526	÷17
Valutakonti	1	41
Handelsomkostninger	÷31	÷127
I alt kursgevinster og -tab	27.804	23.427

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷35	÷148
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	4	22
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷31	÷127

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015		
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	14.875	0	13.822	0
Fast administrationshonorar	1.566	0	1.533	0
I alt opdelt adm.omk.	16.440	0	15.356	0
I alt adm.omkostninger		16.440		15.356

I administrationsomkostningerne indgår t.DKK 6.437 fra "Kursregulering af investeringsbeviser".

Note 7: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	4.387	326
I alt skat	4.387	326

Note 8: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo	12.895.629	1.563.688	11.993.733	1.419.634
Emissioner i året	554.462	68.238	1.233.500	151.066
Indløsninger i året	÷713.550	÷87.536	÷331.604	÷40.506
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		389		460
Overførsel af periodens resultat		50.961		33.034
I alt investoreernes formue	12.736.541	1.595.741	12.895.629	1.563.688

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	82,8	89,2
Øvrige finansielle instrumenter	14,7	9,9
I alt finansielle instrumenter	97,4	99,2
Øvrige aktiver og passiver	2,6	0,8
I alt	100,0	100,0

Inv-beviser i danske og udenlandske inv. og specialforeninger i 1.000 DKK

Beholdningen består af aktiebaserede afdelinger af danske og udenlandske investeringsforeninger. Specifikation findes i beholdningslisten jævnfør noten ovenfor.

I beholdningen indgår følgende unoterede investeringsforeninger, hvor afdelingen besidder mere end 5 pct. af kapitalen.

	Egenkapital 31.12.2016	Egenkapital 31.12.2015
	Ejerandel 1.000 DKK	Ejerandel 1.000 DKK
USA Index Fund DKK	8,28	193.372
Em Ma Debt H C - Acc	6,18	1.453.395
NyeMarObv-Ak kl DKK	7,29	774.644
	0,00	0
	0,00	0

## Mix Obligationer KL

Investerer i danske og udenlandske obligationer, herunder i statsobligationer fra emerging markets-lande og virksomheder med såvel høj som lav kreditrating. Afdelingen er aktivt styret. Hovedparten af afdelingens investeringer vil være i eller afdækket mod danske kroner.

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Afdelingen kan investere i alle obligationstyper uanset kreditvurdering og valuta, herunder i statsobligationer udstedt af lande med en høj kreditrating og i statsobligationer udstedt af emerging markets-lande, dvs. lande med lav kreditrating, samt i obligationer og lignende udstedt af kreditinstitutioner og virksomheder med såvel høj som lav kreditrating. Obligationerne kan være udstedt i såvel danske kroner som i udenlandske valutaer, ligesom obligationerne kan have såvel kort som lang varighed. Afdelingen kan således have en inve-

steringsmæssig risiko mod alle obligationstyper og valutaer, dog udgør danske obligationer minimum 50% af formuen. Afdelingen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet.

### Markedet

Markederne for virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder var præget af høje afkast. Det var i særdeleshed markedet for amerikanske virksomhedsobligationer med lav kreditværdighed, der trak afkastet op. Det var i høj grad en konsekvens af høje afkast på obligationsudstedelser fra virksomheder med aktiviteter i olie-sektoren på grund af en stigende oliepris.

2016 startede med rentefald som følge af usikkerheden vedrørende Kina, faldende oliepris og deraf risiko for vækst-udsigterne. Renterne faldt lidt mere frem mod Brexit i juni måned. I løbet af efteråret begyndte renterne - primært de amerikanske - at stige af primært to årsager. Donald Trump blev ny præsident i USA og fokus blev vendt mod vækst og inflation efter valget, som pressede inflationsforventningerne op. Det amerikanske arbejdsmarked viste stadig styrke, og derfor hævede den amerikanske centralbank (Fed) den ledende rente i december.

Renten på en dansk statsobligation med 10 års restløbetid faldt i løbet af året fra 0,92 pct. til 0,33 pct.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et positivt afkast på 3,97 pct. Afdelingen har intet benchmark, men det opnåede afkast er tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen, og har indfriet vores forventning om et lavt positivt afkast grundet afdelingens investering i danske realkreditobligationer.

Afdelingen har intet benchmark, da afdelingen følger en absolut orienteret investeringsstrategi hvor målsætningen er at skabe positivt afkast, der er uafhængigt af markedsafkastet. Der anvendes et sammensat indikativt indeks, mod hvilket afdelingens afkast måles.

### Afdelingens profil

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Juli 2012
Risikoindikator [1-7]: 2
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060430627
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Varigheder

0-1 år	18,5%
1-3 år	22,5%
3-5 år	41,1%
5-10 år	17,8%
Øvrige inkl. likvide	0,1%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,89
Standardafvigelse	1,96

## Mix Obligationer KL

### Vurdering af resultatet

Afdelingens investeringer kan som hovedregel inddeles i 3 segmenter: Danske obligationer (primært stats- og realkreditobligationer), udenlandske obligationer (primært statsobligationer og realkreditlignende obligationer samt indeksobligationer) og kreditobligationer (virksomhedsobligationer med både høj og lav kreditværdighed samt obligationer fra nye markeder).

Afdelingens andel af danske obligationer gav et afkast på cirka 2,5 pct. Det var særligt andelen af danske, konverterbare realkreditobligationer, der trak afkastet op. Obligationerne nød blandt andet godt af tiltagende risiko appetit i løbet af året samt rentefaldet.

I 2016 benyttede vi ikke muligheden for at investere i udenlandske obligationer, fordi vi så et større potentiale i danske, konverterbare realkreditobligationer.

Investeringerne i kreditobligationer bidrog positivt med et afkast på mere end 10 pct. Virksomhedsobligationer med lav kreditværdighed – High Yield obligationer – var hårdt ramt i 2015, men kom stærkt igen i 2016. Året endte med afkast for Danske Invest Engros US High Yield Bonds KL og Danske Invest Globale High Yield-Obligationer KL på henholdsvis 13 pct. og 17 pct. Afdelingens andel af kreditobligationer var ved indgangen til året 20 pct. og ultimo 29 pct.

Vi øgede risikoen i løbet af efteråret ved at købe obligationer fra nye markeder i lokal valuta.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Ved indgangen til 2017 har afdelingen investeret 29 pct. af beholdningen i kreditobligationer. Den resterende del er investeret i danske realkredit- og statsobligationer. Afdelingens risiko er derfor både relateret til kreditrisiko og renteutviklingen.

Vi vurderer, at den største risiko for europæisk økonomi i 2017 vil være politisk usikkerhed. Vi står foran en række betydningsfulde valg hvor de mest centrale bliver i Frankrig og Tyskland. I begge tilfælde truer den tiltagende populisme, og vi

kan ikke på forhånd udelukke, at vi endnu engang må erkende, at de etablerede partier taber terræn og måske endda magten. Udfaldene af begge valg vil påvirke stemningen i hele Europa, men vi vurderer ikke, at begivenhederne for alvor vil sætte sig i europæisk økonomi.

### Forventninger til markedet samt strategi

I USA forventer vi at se en gradvis normalisering af pengepolitikken i lyset af et stramt arbejdsmarked med stigende lønninger og forbrugerpriser til følge. Derfor vil den amerikanske centralbank hæve renterne to til tre gange i løbet af året, uden at dette bremser væksten. Trumps løfter om lempeligere finanspolitik vil sandsynligvis påvirke væksten positivt.

I Europa forventer vi lempelig penge- og finanspolitik. I det lys forlængede den europæiske centralbank (ECB) i december igen deres opkøbsprogram af obligationer. ECB vil bidrage positivt til væksten ved at holde renterne nede og euroen svag. Vi forventer, at Sydeuropa vil følge anbefalingen og lade de offentlige budgetter skride yderligere. Europa vil derfor vokse over sit langsigtede potentiale.

Vedrørende Kina forventer vi, at finanspolitikken bliver styret med hård hånd ligesom i 2016. Særligt forventer vi, at infrastrukturinvesteringer vil være med til at fastholde en vækst på omkring 6,5 procent. Politikken er grundlæggende uholdbar, men vi forventer ikke, at det vil resultere i en finansiel krise i 2017, idet centralbanken vil sikre, at der er rigeligt med likviditet.

Samlet set ser vi positivt på 2017. Vi forventer positive afkast på kreditobligationer, og ser vi har særligt positive forventninger til obligationer fra nye markeder. Vi forventer beskedne afkast på de danske obligationer, fordi de er presset af lave renteniveauer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.



## Mix Obligationer KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	36.067	50.565	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	68	142	Indestående i depotselskab	2.900	447
3 Udbytter	9.937	23.562	<b>I alt likvide midler</b>	<b>2.900</b>	<b>447</b>
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>45.937</b>	<b>73.985</b>	<b>Obligationer:</b>		
4 <b>Kursgevinster og -tab:</b>			Not. obl. fra danske udstedere	2.417.879	3.034.496
Obligationer	35.910	+82.238	<b>I alt obligationer</b>	<b>2.417.879</b>	<b>3.034.496</b>
Kapitalandele	88.385	+41.085	<b>Kapitalandele:</b>		
Afledte finansielle instr.	0	÷1	Inv-beviser i andre danske		
Valutakonti	0	0	inv- og specialforeninger	1.017.225	745.797
5 Handelsomkostninger	÷10	÷17	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>1.017.225</b>	<b>745.797</b>
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>124.285</b>	<b>+123.341</b>	<b>Andre aktiver:</b>		
<b>I alt indtægter</b>	<b>170.221</b>	<b>+49.356</b>	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	10.401	11.801
6 Administrationsomkostninger	29.122	31.541	Mellemvær. vedr. handelsafv.	76.348	0
<b>Resultat før skat</b>	<b>141.099</b>	<b>+80.897</b>	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>86.749</b>	<b>11.801</b>
Skat	0	0	<b>Aktiver i alt</b>	<b>3.524.754</b>	<b>3.792.542</b>
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>141.099</b>	<b>+80.897</b>	<b>Passiver</b>		
<b>Resultatdisponering</b>			8 <b>Investorers formue</b>	<b>3.516.209</b>	<b>3.786.922</b>
Foreslået udlodning	23.705	7.569	<b>Anden gæld:</b>		
Overført til udlodning næste år	1.192	2.305	Skyldige omkostninger	265	123
7 Disponeret i alt vedr. udlodning	24.898	9.874	Mellemvær. vedr. handelsafv.	8.280	5.497
Overført til formuen	116.202	+90.770	<b>I alt anden gæld</b>	<b>8.545</b>	<b>5.620</b>
<b>I alt disponeret</b>	<b>141.099</b>	<b>+80.897</b>	<b>Passiver i alt</b>	<b>3.524.754</b>	<b>3.792.542</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)*	2,98	0,80	3,22	÷1,84	3,97
Sharpe Ratio	-	-	-	0,31	0,89
Indre værdi (DKK pr. andel)	102,98	103,80	104,21	100,06	103,83
Nettoresultat (t.DKK)*	28.421	12.297	99.326	+80.897	141.099
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	2,90	2,30	0,20	0,70
Administrationsomkostninger (pct.)	0,80	0,84	0,80	0,80	0,80
ÅOP	1,04	1,05	1,02	0,86	0,87
Omsætningshastighed (antal gange)*	0,09	0,70	0,27	0,40	0,34
Investorers formue (t.DKK)	1.620.123	3.079.075	3.560.949	3.786.922	3.516.209
Antal andele	15.732.000	29.663.128	34.170.032	37.845.883	33.864.423
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

\* 2012 dækker en periode på mindre end 12 måneder

## Mix Obligationer KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	36.067	50.009
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	0	556
I alt renteindtægter	36.067	50.565

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	68	142
I alt renteudgifter	68	142

Note 3: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Inv-beviser i andre danske inv- og specialforeninger	9.937	23.562
I alt udbytter	9.937	23.562

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	35.910	÷82.253
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	0	15
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	88.385	÷41.085
Terminsfremtidsforretninger/futures m.m.	0	÷1
Valutakonti	0	0
Handelsomkostninger	÷10	÷17
I alt kursgevinster og -tab	124.285	÷123.341

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷13	÷28
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	2	11
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷10	÷17

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	25.482	0	27.598	0
Fast administrationshonorar	3.640	0	3.943	0
I alt opdelte adm.omk.	29.122	0	31.541	0
I alt adm.omkostninger		29.122		31.541

I administrationsomkostningerne indgår t.DKK 10.530 fra "Kursregulering af investeringsbeviser".

Note 7: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK	2016	2015
Renter og udbytter	45.937	73.985
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	0	142
Kursgevinst til udlodning	÷3.283	÷44.043
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	÷2.380	559
Udlodning overført fra sidste år	2.305	120
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	42.578	30.762
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	29.122	31.541
Overført fra Kursregulering af investeringsbeviser	10.530	10.198
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	912	455
I alt til rådighed for udlodning, netto	24.898	9.874

Note 8: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerens formue primo	37.845.883	3.786.922	34.170.032	3.560.949
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷7.569		÷78.591
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		368		÷209
Emissioner i året	319.025	32.694	12.169.748	1.253.754
Indløsninger i året	÷4.300.485	÷438.285	÷8.493.897	÷870.002
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		981		1.918
Foreslået udlodning		23.705		7.569
Overførsel af periodens resultat		116.202		÷90.770
Overført til udlodning næste år		1.192		2.305
I alt investorenes formue	33.864.423	3.516.209	37.845.883	3.786.922

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,7	99,8
I alt finansielle instrumenter	97,7	99,8
Øvrige aktiver og passiver	2,3	0,2
I alt	100,0	100,0

## Mix Obligationer – Akkumulerende KL

Investerer i danske og udenlandske obligationer, herunder i statsobligationer fra emerging markets-lande og virksomheder med såvel høj som lav kreditrating. Afdelingen er aktivt styret. Hovedparten af afdelingens investeringer vil være i eller afdækket mod danske kroner.

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Afdelingen kan investere i alle obligationstyper uanset kreditvurdering og valuta, herunder i statsobligationer udstedt af lande med en høj kreditrating og i statsobligationer udstedt af emerging markets-lande, dvs. lande med lav kreditrating, samt i obligationer og lignende udstedt af kreditinstitutioner og virksomheder med såvel høj som lav kreditrating. Obligationerne kan være udstedt i såvel danske kroner som i udenlandske valutaer, ligesom obligationerne kan have såvel kort som lang varighed. Afdelingen kan således have en inve-

steringsmæssig risiko mod alle obligationstyper og valutaer, dog udgør danske obligationer minimum 50% af formuen. Afdelingen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet.

### Markedet

Markederne for virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder var præget af høje afkast. Det var i særdeleshed markedet for amerikanske virksomhedsobligationer med lav kreditværdighed, der trak afkastet op. Det var i høj grad en konsekvens af høje afkast på obligationsudstedelser fra virksomheder med aktiviteter i olie-sektoren på grund af en stigende oliepris.

2016 startede med rentefald som følge af usikkerheden vedrørende Kina, faldende oliepris og deraf risiko for vækst-udsigterne. Renterne faldt lidt mere frem mod Brexit i juni måned. I løbet af efteråret begyndte renterne – primært de amerikanske – at stige af primært to årsager: Donald Trump blev ny præsident i USA og fokus blev vendt mod vækst og inflation efter valget, som pressede inflationsforventningerne op. Det amerikanske arbejdsmarked viste stadig styrke, og derfor hævede den amerikanske centralbank (Fed) den ledende rente i december.

Renten på en dansk statsobligation med 10 års restløbetid faldt i løbet af året fra 0,92 pct. til 0,33 pct.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et positivt afkast på 4,15 pct. Afdelingen har intet benchmark, men det opnåede afkast er tilfredsstillende i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen, og har indfriet vores forventning om et lavt positivt afkast grundet afdelingens investering i danske realkreditobligationer.

Afdelingen har intet benchmark, da afdelingen følger en absolut orienteret investeringsstrategi hvor målsætningen er at skabe positivt afkast, der er uafhængigt af markedsafkastet. Der anvendes et sammensat indikativt indeks, mod hvilket afdelingens afkast måles.

### Afdelingens profil

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Oktober 2005
Risikoindikator [1-7]: 2
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0060010924
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Varigheder

0-1 år	16,0%
1-3 år	21,7%
3-5 år	43,5%
5-10 år	18,2%
Øvrige inkl. likvide	0,6%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,91
Standardafvigelse	1,97

## Mix Obligationer – Akkumulerende KL

### Vurdering af resultatet

Afdelingens investeringer kan som hovedregel inddeles i 3 segmenter: Danske obligationer (primært stats- og realkreditobligationer), udenlandske obligationer (primært statsobligationer og realkreditlignende obligationer samt indeksobligationer) og kreditobligationer (virksomhedsobligationer med både høj og lav kreditværdighed samt obligationer fra nye markeder).

Afdelingens andel af danske obligationer gav et afkast på cirka 2,5 pct. Det var særligt andelen af danske, konverterbare realkreditobligationer, der trak afkastet op. Obligationerne nød blandt andet godt at tiltagende risiko appetit i løbet af året samt rentefaldet.

I 2016 benyttede vi ikke muligheden for at investere i udenlandske obligationer, fordi vi så et større potentiale i danske, konverterbare realkreditobligationer.

Investeringerne i kreditobligationer bidrog positivt med et afkast på mere end 10 pct. Virksomhedsobligationer med lav kreditværdighed – High Yield obligationer – var hårdt ramt i 2015, men kom stærkt igen i 2016. Året endte med afkast for Danske Invest Engros US High Yield Bonds KL og Danske Invest Globale High Yield-Obligationer KL på henholdsvis 13 pct. og 17 pct. Afdelingens andel af kreditobligationer var ved indgangen til året 20 pct. og ultimo 29 pct.

Vi øgede risikoen i løbet af efteråret ved at købe obligationer fra nye markeder i lokal valuta.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Ved indgangen til 2017 har afdelingen investeret 29 pct. af beholdningen i kreditobligationer. Den resterende del er investeret i danske realkredit- og statsobligationer. Afdelingens risiko er derfor både relateret til kreditrisiko og renteutviklingen.

Vi vurderer, at den største risiko for europæisk økonomi i 2017 vil være politisk usikkerhed. Vi står foran en række betydningsfulde valg hvor de mest centrale bliver i Frankrig og Tyskland. I begge tilfælde truer den tiltagende populisme, og vi kan ikke på forhånd udelukke, at vi endnu engang må erkende,

at de etablerede partier taber terræn og måske endda magten. Udfaldene af begge valg vil påvirke stemningen i hele Europa, men vi vurderer ikke, at begivenhederne for alvor vil sætte sig i europæisk økonomi.

### Forventninger til markedet samt strategi

I USA forventer vi at se en gradvis normalisering af pengepolitikken i lyset af et stramt arbejdsmarked med stigende lønninger og forbrugerpriser til følge. Derfor vil den amerikanske centralbank hæve renterne to til tre gange i løbet af året, uden at dette bremser væksten. Trumps løfter om lempeligere finanspolitik vil sandsynligvis påvirke væksten positivt.

I Europa forventer vi lempelig penge- og finanspolitik. I det lys forlængede den europæiske centralbank (ECB) i december igen deres opkøbsprogram af obligationer. ECB vil bidrage positivt til væksten ved at holde renterne nede og euroen svag. Vi forventer, at Sydeuropa vil følge anbefalingen og lade de offentlige budgetter skride yderligere. Europa vil derfor vokse over sit langsigtede potentiale.

Vedrørende Kina forventer vi, at finanspolitikken bliver styret med hård hånd ligesom i 2016. Særligt forventer vi, at infrastrukturinvesteringer vil være med til at fastholde en vækst på omkring 6,5 procent. Politikken er grundlæggende uholdbar, men vi forventer ikke, at det vil resultere i en finansiel krise i 2017, idet centralbanken vil sikre, at der er rigeligt med likviditet.

Samlet set ser vi positivt på 2017. Vi forventer positive afkast på kreditobligationer, og ser vi har særligt positive forventninger til obligationer fra nye markeder. Vi forventer beskedne afkast på de danske obligationer, fordi de er presset af lave renteniveauer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Mix Obligationer – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK		31.12.2016 1.000 DKK	31.12.2015 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	10.278	13.788	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	46	48	Indestående i depotselskab	5.377	1.285
3 Udbytter	108	2.250	<b>I alt likvide midler</b>	<b>5.377</b>	<b>1.285</b>
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>10.340</b>	<b>15.990</b>	<b>Obligationer:</b>		
4 <b>Kursgevinster og -tab:</b>			Not. obl. fra danske udstedere	627.751	907.238
Obligationer	11.850	÷23.914	<b>I alt obligationer</b>	<b>627.751</b>	<b>907.238</b>
Kapitalandele	28.640	÷6.194	<b>Kapitalandele:</b>		
Afledte finansielle instr.	281	÷1.265	Inv-beviser i andre danske		
Valutakonti	28	216	inv- og specialforeninger	264.763	227.423
5 Handelsomkostninger	÷8	÷13	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>264.763</b>	<b>227.423</b>
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>40.791</b>	<b>÷31.170</b>	<b>Afl. finansielle instr.:</b>		
<b>I alt indtægter</b>	<b>51.131</b>	<b>÷15.180</b>	Unot. afl. finansielle instr.	110	2
6 Administrationsomkostninger	8.395	9.065	<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>110</b>	<b>2</b>
<b>Resultat før skat</b>	<b>42.736</b>	<b>÷24.245</b>	<b>Andre aktiver:</b>		
Skat	0	0	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	2.481	3.479
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>42.736</b>	<b>÷24.245</b>	Mellemvær. vedr. handelsafv.	14.014	0
<b>Resultatdisponering</b>			<b>I alt andre aktiver</b>	<b>16.495</b>	<b>3.479</b>
Overført til formuen	42.736	÷24.245	<b>Aktiver i alt</b>	<b>914.494</b>	<b>1.139.428</b>
<b>I alt disponeret</b>	<b>42.736</b>	<b>÷24.245</b>	<b>Passiver</b>		
			7 Investorers formue	912.228	1.139.288
			<b>Afledte finansielle instrumenter:</b>		
			Unot. afl. finansielle instr.	0	104
			<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>0</b>	<b>104</b>
			<b>Anden gæld:</b>		
			Skyldige omkostninger	70	36
			Mellemvær. vedr. handelsafv.	2.196	0
			<b>I alt anden gæld</b>	<b>2.267</b>	<b>36</b>
			<b>Passiver i alt</b>	<b>914.494</b>	<b>1.139.428</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	0,44	0,85	3,27	÷1,88	4,15
Sharpe Ratio	1,13	0,38	0,82	0,33	0,91
Indre værdi (DKK pr. andel)	108,95	109,87	113,47	111,34	115,96
Nettoresultat (t.DKK)	617	1.610	26.698	÷24.245	42.736
Administrationsomkostninger (pct.)	0,73	0,83	0,80	0,80	0,80
ÅOP	0,98	1,05	1,02	0,86	0,87
Omsætningshastighed (antal gange)	1,42	0,15	0,31	0,53	0,33
Investorers formue (t.DKK)	282.065	761.589	991.342	1.139.288	912.228
Antal andele	2.588.916	6.931.578	8.736.634	10.232.854	7.867.033
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

## Mix Obligationer – Akkumulerende KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	10.278	13.763
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	0	25
I alt renteindtægter	10.278	13.788

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	46	48
I alt renteudgifter	46	48

Note 3: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	108	2.250
I alt udbytter	108	2.250

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	11.850	÷23.914
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	0	0
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	28.640	÷6.194
Terminsforsretninger/futures m.m.	281	÷1.265
Valutakonti	28	216
Handelsomkostninger	÷8	÷13
I alt kursgevinster og -tab	40.791	÷31.170

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷12	÷17
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	4	4
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷8	÷13

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	7.346	0	7.932	0
Fast administrationshonorar	1.049	0	1.133	0
I alt opdelte adm.omk.	8.395	0	9.065	0
I alt adm.omkostninger	8.395		9.065	

I administrationsomkostningerne indgår t.DKK 2.910 fra "Kursregulering af investeringsbeviser".

Note 7: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo	10.232.854	1.139.288	8.736.634	991.342
Emissioner i året	218.156	24.942	2.179.123	247.963
Indløsninger i året	÷2.583.977	÷295.416	÷682.903	÷76.422
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		678		650
Overførsel af periodens resultat		42.736		÷24.245
I alt investoreernes formue	7.867.033	912.228	10.232.854	1.139.288

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	73,1	86,3
Øvrige finansielle instrumenter	24,8	13,3
I alt finansielle instrumenter	97,9	99,6
Øvrige aktiver og passiver	2,1	0,4
I alt	100,0	100,0

Inv.beviser i danske og udenlandske inv. og specialforeninger i 1.000 DKK

Beholdningen består af aktiebaserede afdelinger af danske og udenlandske investeringsforeninger. Specifikation findes i beholdningslisten jævnfør noten ovenfor.

I beholdningen indgår følgende unoterede investeringsforeninger, hvor afdelingen besidder mere end 5 pct. af kapitalen.

	Egenkapital 31.12.2016		Egenkapital 31.12.2015	
	Ejerandel	1.000 DKK	Ejerandel	1.000 DKK
Em Ma Debt H C - Acc	0,00	0	5,11	1.515.630
NyeMarObL/Ak kl DKK	7,76	774.644	0,00	0

Underliggende eksponering ved valutaterminsforsretninger i 1.000 DKK

Valuta	Eksponering 2016
DKK	108.572
EUR	÷108.470

Danske Bank er modpart ved de afledte finansielle instrumenter.

## Mix Offensiv – Akkumulerende KL

Investerer i danske og udenlandske aktier og obligationer, herunder værdipapirer fra emerging markets-lande og virksomhederobligationer.

Aktier kan maksimalt udgøre 60 pct. af afdelingen. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Afdelingen investerer i både aktier og obligationer – herunder i obligationer fra de nye markeder og virksomheder. Afdelingen spreder dermed sine investeringer på flere aktivtyper, dvs. både aktier og obligationer. Fordelingen af aktier og obligationer er afhængig af vores forventninger til markedsudviklingen og under hensyn til den samlede risiko. Aktier kan maksimalt udgøre 60 % af afdelingens formue. Afdelingen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer

aktier og obligationer samt valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

Det globale aktiemarked gav et afkast på 10,73 pct. i 2016 med store regionale afkastforskelle. Aktier fra nye markeder og USA steg pænt som følge af henholdsvis en aktiv regering med fokus på vækst i Kina samt stigende vækst- og inflationsforventninger i USA.

Markederne for virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder var præget af høje afkast. Det var i særdeleshed markedet for amerikanske virksomhedsobligationer med lav kreditværdighed, der trak afkastet op. Det var i høj grad en konsekvens af høje afkast på obligationsudstedelser fra virksomheder med aktiviteter i oliesektoren på grund af en stigende oliepris.

2016 startede med rentefald som følge af usikkerheden vedrørende Kina, faldende oliepris og deraf risiko for vækstudsigtterne. Renterne faldt lidt mere frem mod folkeafstemningen i Storbritannien i juni måned. I løbet af efteråret begyndte renterne – primært de amerikanske – at stige af primært to årsager: Donald Trump blev ny præsident i USA og fokus blev vendt mod vækst og inflation efter valget, som pressede inflationsforventningerne op. Det amerikanske arbejdsmarked viste stadig styrke, og derfor hævede den amerikanske centralbank (Fed) den ledende rente i december.

Renten på en dansk statsobligation med 10 års restløbetid faldt i løbet af året fra 0,92 pct. til 0,33 pct.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et positivt afkast på 4,86 pct. Afdelingen har intet benchmark, men det opnåede afkast er meget tilfredsstillende set i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen, og har indfriet vores forventning om et lavt positivt afkast grundet afdelingens investeringer i virksomhedsobligationer med lav kreditvurdering.

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Juni 2010

Risikoindikator [1-7]: 4

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060228716

Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Formuefordeling

Danske obl.	36,1%
Udenlandske obl.	20,5%
Udenlandske akt.	42,1%
Øvrige inkl. likvide	1,3%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	1,12
Standardafvigelse	5,66

## Mix Offensiv – Akkumulerende KL

Afdelingen har intet benchmark, da afdelingen følger en absolut orienteret investeringsstrategi hvor målsætningen er at skabe positivt afkast, der er uafhængigt af markedsafkastet. Der anvendes et sammensat indikativt indeks, mod hvilket afdelingens afkast måles.

### Vurdering af resultatet

Afdelingens investeringer kan som hovedregel inddeles i 3 aktivklasser – aktier, danske og udenlandske stats- og real-kreditobligationer, samt kreditobligationer, der tæller virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder:

Aktier bidrog positivt til det samlede afkast med flotte afkast fra blandt andet Danske Invest USA og Danske Invest Nye Markeder Akkumulerende med stigninger på hhv. 17 og 15 pct. Afdelingens andel af aktier var ved indgangen til året 45 pct. og ultimo 42 pct.

Afdelingens danske obligationer gav et svagt positivt afkast. 2016 har været præget af rentefald og et højt konverteringsomfang. Realkreditobligationer har gennem det meste af året været understøttet af høj efterspørgsel, hvilket har medvirket til en indsnævring af rentespændet til statsobligationer. Generelt har obligationer givet et positivt afkast i 2016.

Investeringerne i kreditobligationer bidrog mest positivt. Virksomhedsobligationer med lav kreditværdighed – High Yield obligationer – var hårdt ramt i 2015, men kom stærkt igen i 2016. Året endte med afkast for Danske Invest Engros US High Yield Bonds KL og Danske Invest Globale High Yield-Obligationer KL på henholdsvis 13 pct. og 17 pct. Afdelingens andel af kreditobligationer var ved indgangen til året 18 pct. og ultimo 20 pct.

Vi sænkede aktieandelen i andet kvartal frem mod folkeafstemningen i Storbritannien. Den umiddelbare reaktion var aktiekursfald, men markedet rettede sig hurtigt.

Før valget i USA i november forventede vi, at Clinton ville vinde og blive ny præsident. Derfor fastholdte vi risikoniveauet i afdelingen. Mod vores forventning blev Trump valgt, og mod vores forventning medførte det både stigende renter og aktiekurser, fordi Trump har fokuseret sin retorik på vækst ved økonomisk stimuli.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Ved indgangen til 2017 har afdelingen en moderat allokering til aktier og en allokering til kreditobligationer i den høje ende. Den resterende del er investeret i danske realkredit- og statsobligationer. Afdelingens risiko er derfor både relateret til aktie- og kreditrisiko samt risikoen i forhold til renteutviklingen.

Vi vurderer, at den største risiko for europæisk økonomi i 2017 vil være politisk usikkerhed. Vi står foran en række

betydningsfulde valg hvor de mest centrale bliver i Frankrig og Tyskland. I begge tilfælde truer den tiltagende populisme, og vi kan ikke på forhånd udelukke, at vi endnu engang må erkende, at de etablerede partier taber terræn og måske endda magten. Udfaldene af begge valg vil påvirke stemningen i hele Europa, men vi vurderer ikke, at begivenhederne for alvor vil sætte sig i europæisk økonomi.

### Forventninger til markedet samt strategi

Global økonomi vil levere robust vækst i 2017, og det er positivt for de børsnoterede virksomheder, hvis indtjening længe har været under pres grundet det svage globale vækstmiljø. Derfor er der udsigt til flot indtjeningsvækst i 2017. Ligeledes forventer vi, at alle de store økonomier vil fastholde lempelig både penge- og finanspolitik, og det vil medvirke til, at økonomierne vil fastholde de flotte takter, de viste ved udgangen af 2016.

I USA forventer vi at se en gradvis normalisering af pengepolitikken i lyset af et stramt arbejdsmarked med stigende lønninger og forbrugerpriser til følge. Derfor vil den amerikanske centralbank hæve renterne to til tre gange i løbet af året, uden at dette bremser væksten. Trumps løfter om lempeligere finanspolitik vil sandsynligvis påvirke væksten positivt.

I Europa forventer vi lempelig penge- og finanspolitik. I det lys forlængede den europæiske centralbank (ECB) i december igen deres opkøbsprogram af obligationer. ECB vil bidrage positivt til væksten ved at holde renterne nede og euroen svag. Vi forventer, at Sydeuropa vil følge anbefalingen og lade de offentlige budgetter skride yderligere. Europa vil derfor vokse over sit langsigtede potentiale.

Vedrørende Kina forventer vi, at finanspolitikken bliver styret med hård hånd ligesom i 2016. Særligt forventer vi, at infrastrukturinvesteringer vil være med til at fastholde en vækst på omkring 6,5 procent. Politikken er grundlæggende uholdbar, men vi forventer ikke, at det vil resultere i en finansiel krise i 2017, idet centralbanken vil sikre, at der er rigeligt med likviditet.

Samlet set ser vi positivt på 2017. Vi forventer positive afkast på aktier og kreditobligationer, og ser vi har særligt positive forventninger til obligationer fra nye markeder i lokal valuta. Vi forventer beskedne afkast på de danske obligationer, fordi de er presset af lave renteniveauer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med markedsudviklingen. Afkastet blandt andet afhængigt de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.



## Mix Offensiv – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK		31.12.2016 1.000 DKK	31.12.2015 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	4.091	3.050	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	46	46	Indestående i depotselskab	11.699	6.148
3 Udbytter	36.633	9.685	<b>I alt likvide midler</b>	<b>11.699</b>	<b>6.148</b>
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>40.678</b>	<b>12.690</b>	<b>Obligationer:</b>		
4 <b>Kursgevinster og -tab:</b>			Not. obl. fra danske udstedere	322.708	261.889
Obligationer	3.803	÷3.451	<b>I alt obligationer</b>	<b>322.708</b>	<b>261.889</b>
Kapitalandele	11.014	35.179	<b>Kapitalandele:</b>		
Valutakonti	1	68	Inv-beviser i andre danske		
5 Handelsomkostninger	÷34	÷140	inv- og specialforeninger	540.406	440.426
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>14.784</b>	<b>31.656</b>	Inv-beviser i andre udl.		
<b>I alt indtægter</b>	<b>55.462</b>	<b>44.346</b>	inv- og specialforeninger	18.571	19.393
6 Administrationsomkostninger	10.193	7.795	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>558.978</b>	<b>459.819</b>
<b>Resultat før skat</b>	<b>45.269</b>	<b>36.550</b>	<b>Andre aktiver:</b>		
7 Skat	5.405	324	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	1.396	1.297
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>39.865</b>	<b>36.226</b>	Andre tilgodehavender	0	6
<b>Resultatdisponering</b>			Mellemvær. vedr. handelsafv.	12.737	0
Overført til formuen	39.865	36.226	Aktuelle skatteaktiver	1.019	1.019
<b>I alt disponeret</b>	<b>39.865</b>	<b>36.226</b>	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>15.152</b>	<b>2.322</b>
			<b>Aktiver i alt</b>	<b>908.538</b>	<b>730.178</b>
			<b>Passiver</b>		
			8 Investorers formue	908.457	730.178
			<b>Anden gæld:</b>		
			Skyldige omkostninger	81	0
			<b>I alt anden gæld</b>	<b>81</b>	<b>0</b>
			<b>Passiver i alt</b>	<b>908.538</b>	<b>730.178</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	13,80	7,85	7,33	7,39	4,86
Sharpe Ratio	-	0,88	2,21	1,27	1,12
Indre værdi (DKK pr. andel)	117,32	126,53	135,81	145,84	152,94
Nettoresultat (t.DKK)	26.096	18.152	26.919	36.226	39.865
Administrationsomkostninger (pct.)	1,23	1,25	1,16	1,23	1,29
ÅOP	1,49	1,54	1,41	1,39	1,37
Omsætningshastighed (antal gange)	0,25	0,40	0,31	0,36	0,51
Investorerers formue (t.DKK)	217.658	298.103	497.535	730.178	908.457
Antal andele	1.855.203	2.355.961	3.663.461	5.006.561	5.940.147
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

## Mix Offensiv – Akkumulerende KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	4.091	3.050
I alt renteindtægter	4.091	3.050

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	46	46
I alt renteudgifter	46	46

Note 3: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Inv-beviser i andre danske inv- og specialforeninger	36.633	9.685
I alt udbytter	36.633	9.685

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	3.803	÷ 3.451
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	11.644	35.197
Inv-beviser i udenlandske inv- og specialforeninger	÷ 630	÷ 18
Valutakonti	1	68
Handelsomkostninger	÷ 34	÷ 140
I alt kursgevinster og -tab	14.784	31.656

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷ 42	÷ 204
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	8	64
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷ 34	÷ 140

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	0	0
Managementhonorar	9.245	0	7.035	0
Fast administrationshonorar	948	0	761	0
I alt opdelte adm.omk.	10.193	0	7.795	0
I alt adm.omkostninger		10.193		7.795

I administrationsomkostningerne indgår t.DKK 5.785 fra "Kursregulering af investeringsbeviser".

Note 7: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	5.405	324
I alt skat	5.405	324

Note 8: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo	5.006.561	730.178	3.663.461	497.535
Emissioner i året	1.078.264	158.781	1.363.100	198.792
Indløsningsfradrag	÷ 144.678	÷ 20.857	÷ 20.000	÷ 2.912
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		491		537
Overførsel af periodens resultat		39.865		36.226
I alt investoreernes formue	5.940.147	908.457	5.006.561	730.178

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	81,1	88,5
Øvrige finansielle instrumenter	15,9	10,4
I alt finansielle instrumenter	97,1	98,8
Øvrige aktiver og passiver	2,9	1,2
I alt	100,0	100,0

Inv-beviser i danske og udenlandske inv. og specialforeninger i 1.000 DKK

Beholdningen består af aktiebaserede afdelinger af danske og udenlandske investeringsforeninger. Specifikation findes i beholdningslisten jævnfør noten ovenfor.

I beholdningen indgår følgende unoterede investeringsforeninger, hvor afdelingen besidder mere end 5 pct. af kapitalen.

	Egenkapital 31.12.2016 1.000 DKK	Egenkapital 31.12.2015 1.000 DKK
USA Index Fund DKK	11,06	193.372
	0,00	0

## Mix Offensiv Plus – Akkumulerende KL

Investerer i danske og udenlandske aktier og obligationer, herunder værdipapirer fra emerging markets-lande og virksomhederobligationer.

Aktier kan maksimalt udgøre 80 pct. af afdelingen. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Afdelingen investerer i både aktier og obligationer – herunder i obligationer fra de nye markeder og virksomheder. Afdelingen spreder dermed sine investeringer på flere aktivtyper, dvs. både aktier og obligationer. Fordelingen af aktier og obligationer er afhængig af vores forventninger til markedsudviklingen og under hensyn til den samlede risiko. Aktier kan maksimalt udgøre 80 % af afdelingens formue. Afdelingen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer

aktier og obligationer samt valutaer. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

Det globale aktiemarked gav et afkast på 10,73 pct. i 2016 med store regionale afkastforskelle. Aktier fra nye markeder og USA steg pænt som følge af henholdsvis en aktiv regering med fokus på vækst i Kina samt stigende vækst- og inflationsforventninger i USA.

Markederne for virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder var præget af høje afkast. Det var i særdeleshed markedet for amerikanske virksomhedsobligationer med lav kreditværdighed, der trak afkastet op. Det var i høj grad en konsekvens af høje afkast på obligationsudstedelser fra virksomheder med aktiviteter i oliesektoren på grund af en stigende oliepris.

2016 startede med rentefald som følge af usikkerheden vedrørende Kina, faldende oliepris og deraf risiko for vækstudsigtterne. Renterne faldt lidt mere frem mod folkeafstemningen i Storbritannien i juni måned. I løbet af efteråret begyndte renterne – primært de amerikanske – at stige af primært to årsager: Donald Trump blev ny præsident i USA og fokus blev vendt mod vækst og inflation efter valget, som pressede inflationsforventningerne op. Det amerikanske arbejdsmarked viste stadig styrke, og derfor hævede den amerikanske centralbank (Fed) den ledende rente i december.

Renten på en dansk statsobligation med 10 års restløbetid faldt i løbet af året fra 0,92 pct. til 0,33 pct.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et positivt afkast på 4,91 pct. Afdelingen har intet benchmark, men det opnåede afkast er mindre tilfredsstillende set i forhold til konkurrenter og markedsudviklingen, men har indfriet vores forventning om et lavt positivt afkast grundet afdelingens investeringer i virksomhedsobligationer med lav kreditvurdering.

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Juni 2010

Risikoindikator [1-7]: 4

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060228989

Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Formuefordeling

Danske obl.	26,6%
Udenlandske obl.	16,3%
Udenlandske akt.	55,3%
Øvrige inkl. likvide	1,8%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	1,07
Standardafvigelse	6,93

## Mix Offensiv Plus – Akkumulerende KL

Afdelingen har intet benchmark, da afdelingen følger en absolut orienteret investeringsstrategi hvor målsætningen er at skabe positivt afkast, der er uafhængigt af markedsafkastet. Der anvendes et sammensat indikativt indeks, mod hvilket afdelingens afkast måles.

### Vurdering af resultatet

Afdelingens investeringer kan som hovedregel inddeles i 3 aktivklasser – aktier, danske og udenlandske stats- og realkreditobligationer, samt kreditobligationer, der tæller virksomhedsobligationer og obligationer fra nye markeder:

Aktier bidrog positivt til det samlede afkast med flotte afkast fra blandt andet Danske Invest USA og Danske Invest Nye Markeder Akkumulerende med stigninger på hhv. 17 og 15 pct. Afdelingens andel af aktier var ved indgangen til året 59 pct. og ultimo 55 pct.

Afdelingens danske obligationer gav et svagt positivt afkast. 2016 har været præget af rentefald og et højt konverteringsomfang. Realkreditobligationer har gennem det meste af året været understøttet af høj efterspørgsel, hvilket har medvirket til en indsnævring af rentespændet til statsobligationer. Generelt har obligationer givet et positivt afkast i 2016.

Investeringerne i kreditobligationer bidrog mest positivt. Virksomhedsobligationer med lav kreditværdighed – High Yield obligationer – var hårdt ramt i 2015, men kom stærkt igen i 2016. Året endte med afkast for Danske Invest Engros US High Yield Bonds KL og Danske Invest Globale High Yield-Obligationer KL på henholdsvis 13 pct. og 17 pct. Afdelingens andel af kreditobligationer var ved indgangen til året 15 pct. og ultimo 16 pct.

Vi sænkede aktieandelen i andet kvartal frem mod folkeafstemningen i Storbritannien. Den umiddelbare reaktion var aktiekursfald, men markedet rettede sig hurtigt.

Før valget i USA i november forventede vi, at Clinton ville vinde og blive ny præsident. Derfor fastholdte vi risikoniveauet i afdelingen. Mod vores forventning blev Trump valgt, og mod vores forventning medførte det både stigende renter og aktiekurser, fordi Trump har fokuseret sin retorik på vækst ved økonomisk stimuli.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Ved indgangen til 2017 har afdelingen en moderat allokering til aktier og en allokering til kreditobligationer i den høje ende. Den resterende del er investeret i danske realkredit- og statsobligationer. Afdelingens risiko er derfor både relateret til aktie- og kreditrisiko samt risikoen i forhold til renteutviklingen.

Vi vurderer, at den største risiko for europæisk økonomi i 2017 vil være politisk usikkerhed. Vi står foran en række

betydningsfulde valg hvor de mest centrale bliver i Frankrig og Tyskland. I begge tilfælde truer den tiltagende populisme, og vi kan ikke på forhånd udelukke, at vi endnu engang må erkende, at de etablerede partier taber terræn og måske endda magten. Udfaldene af begge valg vil påvirke stemningen i hele Europa, men vi vurderer ikke, at begivenhederne for alvor vil sætte sig i europæisk økonomi.

### Forventninger til markedet samt strategi

Global økonomi vil levere robust vækst i 2017, og det er positivt for de børsnoterede virksomheder, hvis indtjening længe har været under pres grundet det svage globale vækstmiljø. Derfor er der udsigt til flot indtjeningsvækst i 2017. Ligeledes forventer vi, at alle de store økonomier vil fastholde lempelig både penge- og finanspolitik, og det vil medvirke til, at økonomierne vil fastholde de flotte takter, de viste ved udgangen af 2016.

I USA forventer vi at se en gradvis normalisering af pengepolitikken i lyset af et stramt arbejdsmarked med stigende lønninger og forbrugerpriser til følge. Derfor vil den amerikanske centralbank hæve renterne to til tre gange i løbet af året, uden at dette bremser væksten. Trumps løfter om lempeligere finanspolitik vil sandsynligvis påvirke væksten positivt.

I Europa forventer vi lempelig penge- og finanspolitik. I det lys forlængede den europæiske centralbank (ECB) i december igen deres opkøbsprogram af obligationer. ECB vil bidrage positivt til væksten ved at holde renterne nede og euroen svag. Vi forventer, at Sydeuropa vil følge anbefalingen og lade de offentlige budgetter skride yderligere. Europa vil derfor vokse over sit langsigtede potentiale.

Vedrørende Kina forventer vi, at finanspolitikken bliver styret med hård hånd ligesom i 2016. Særligt forventer vi, at infrastrukturinvesteringer vil være med til at fastholde en vækst på omkring 6,5 procent. Politikken er grundlæggende uholdbar, men vi forventer ikke, at det vil resultere i en finansiel krise i 2017, idet centralbanken vil sikre, at der er rigeligt med likviditet.

Samlet set ser vi positivt på 2017. Vi forventer positive afkast på aktier og kreditobligationer, og ser vi har særligt positive forventninger til obligationer fra nye markeder i lokal valuta. Vi forventer beskedne afkast på de danske obligationer, fordi de er presset af lave renteniveauer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med markedsudviklingen. Afkastet blandt andet afhængigt de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Mix Offensiv Plus – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK		31.12.2016 1.000 DKK	31.12.2015 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	1.694	831	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	43	38	Indestående i depotselskab	9.226	8.807
3 Udbytter	24.991	5.600	<b>I alt likvide midler</b>	<b>9.226</b>	<b>8.807</b>
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>26.642</b>	<b>6.393</b>	<b>Obligationer:</b>		
4 <b>Kursgevinster og -tab:</b>			Not. obl. fra danske udstedere	133.031	90.052
Obligationer	1.230	+688	<b>I alt obligationer</b>	<b>133.031</b>	<b>90.052</b>
Kapitalandele	3.380	19.913	<b>Kapitalandele:</b>		
Valutakonti	3	42	Inv-beviser i andre danske		
5 Handelsomkostninger	+49	+86	inv- og specialforeninger	343.606	270.173
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>4.564</b>	<b>19.182</b>	Inv-beviser i andre udl.		
<b>I alt indtægter</b>	<b>31.206</b>	<b>25.574</b>	inv- og specialforeninger	13.463	13.524
6 Administrationsomkostninger	5.781	4.157	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>357.069</b>	<b>283.698</b>
<b>Resultat før skat</b>	<b>25.424</b>	<b>21.417</b>	<b>Andre aktiver:</b>		
7 Skat	3.727	203	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	599	409
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>21.698</b>	<b>21.214</b>	Andre tilgodehavender	0	3
<b>Resultatdisponering</b>			Mellemvær. vedr. handelsafv.	6.001	0
Overført til formuen	21.698	21.214	Aktuelle skatteaktiver	595	595
<b>I alt disponeret</b>	<b>21.698</b>	<b>21.214</b>	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>7.196</b>	<b>1.007</b>
			<b>Aktiver i alt</b>	<b>506.522</b>	<b>383.564</b>
			<b>Passiver</b>		
			8 Investorers formue	506.479	383.564
			<b>Anden gæld:</b>		
			Skyldige omkostninger	43	0
			<b>I alt anden gæld</b>	<b>43</b>	<b>0</b>
			<b>Passiver i alt</b>	<b>506.522</b>	<b>383.564</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	15,87	9,46	8,67	9,48	4,91
Sharpe Ratio	-	0,70	2,17	1,29	1,07
Indre værdi (DKK pr. andel)	118,51	129,71	140,96	154,32	161,89
Nettoresultat (t.DKK)	8.212	7.857	13.814	21.214	21.698
Administrationsomkostninger (pct.)	1,34	1,37	1,26	1,33	1,38
ÅOP	1,62	1,71	1,52	1,50	1,46
Omsætningshastighed (antal gange)	0,23	0,48	0,31	0,28	0,57
Investorerers formue (t.DKK)	66.906	112.557	216.333	383.564	506.479
Antal andele	564.575	867.730	1.534.730	2.485.586	3.128.627
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

## Mix Offensiv Plus – Akkumulerende KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	1.694	831
I alt renteindtægter	1.694	831

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	43	38
I alt renteudgifter	43	38

Note 3: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Inv-beviser i andre danske inv- og specialforeninger	24.991	5.600
I alt udbytter	24.991	5.600

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	1.230	÷688
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	3.842	19.914
Inv-beviser i udenlandske inv- og specialforeninger	÷462	÷1
Valutakonti	3	42
Handelsomkostninger	÷49	÷86
I alt kursgevinster og -tab	4.564	19.182

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷61	÷159
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	12	74
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷49	÷86

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	5.278	0	3.781	0
Fast administrationshonorar	503	0	376	0
I alt opdeltede adm.omk.	5.781	0	4.157	0
I alt adm.omkostninger		5.781		4.157

I administrationsomkostningerne indgår t.DKK 3.578 fra "Kursregulering af investeringsbeviser".

Note 7: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	3.727	203
I alt skat	3.727	203

Note 8: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo	2.485.586	383.564	1.534.730	216.333
Emissioner i året	686.041	107.240	950.856	145.660
Indløsninger i året	÷43.000	÷6.320	0	0
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		296		358
Overførsel af periodens resultat		21.698		21.214
I alt investoreernes formue	3.128.627	506.479	2.485.586	383.564

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	81,8	88,4
Øvrige finansielle instrumenter	15,0	9,0
I alt finansielle instrumenter	96,8	97,4
Øvrige aktiver og passiver	3,2	2,6
I alt	100,0	100,0

### Inv-beviser i danske og udenlandske inv. og specialforeninger i 1.000 DKK

Beholdningen består af aktiebaserede afdelinger af danske og udenlandske investeringsforeninger. Specifikation findes i beholdningslisten jævnfør noten ovenfor.

I beholdningen indgår følgende unoterede investeringsforeninger, hvor afdelingen besidder mere end 5 pct. af kapitalen.

	Egenkapital 31.12.2016		Egenkapital 31.12.2015	
	Ejerandel	1.000 DKK	Ejerandel	1.000 DKK
USA Index Fund DKK	7,47	193.372	0,00	0

## Norden KL

Investerer i danske, svenske, norske, finske og islandske aktier. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [dankeinvest.dk](http://dankeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindekatoren - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Da afdelingen investerer i danske, svenske, norske, finske og islandske aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til nordiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

Det brede nordiske aktiemarked leverede for hele året moderat positivt, hvilket var på niveau med det brede europæiske marked. På landeniveau leverede det norske marked det højeste afkast målt i danske kroner efterfulgt af Finland og Sverige, mens der var tab på det danske marked. Investorerne bevægede sig i 2016 væk fra ikke-cykliske sektorer som forbrugsgoder til de mere cykliske sektorer materialer og energi. Udviklingen kunne i vid udstrækning henføres til stigende priser

på metaller som følge af fortsat efterspørgsel fra Kina samt håbet om det store program for investeringer i infrastruktur, som USA's kommende præsident, Donald Trump, har skitseret. De små selskaber klarede sig markant bedre end de store.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 0,77 pct., mens benchmark steg 2,32 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har indfriet vores forventning om moderat positivt afkast på grund af Brexit og usikkerheden om det fremtidige økonomiske samarbejde i Europa.

### Vurdering af resultatet

Afdelingens lavere afkast kan primært henføres til vores aktievalg. Aktien Eltel trak mest ned i det relative afkast, da selskabet havde store problemer med sine projekter, særligt vedrørende jernbaner i Norge og telekommunikation i Afrika. Det næststørste negative bidrag var fra Inwido, som ikke var i stand til at drage fordel af den kraftige vækst på markedet for nybyggeri i Sverige, da selskabet i stedet havde fokus på forbrugersegmentet, som er baseret mere på renovering. Selskabet indfrie således ikke sine resultatforventninger. Den tredjestørste negative effekt var vores manglende eksponering mod UPM-Kymmene. Skovbrugsselskabet blev styrket af stabile papirpriser og stærke pengestrømme. Det største positive bidrag kom fra Volvo, som takket være forbedret fleksibilitet var i stand til at overgå analytikernes forventninger i et faldende amerikansk marked og samtidig vise stærke pengestrømme. Det næststørste positive bidrag var fra Atlas Copco, som viste styrke i et presset marked og endda gav antydninger om bedre udsigter for selskabets minedriftsaktiviteter mod årets udgang. Danske Bank stod for det tredjestørste positive bidrag, da banken har reduceret sine omkostninger og er på vej til at indfri sit lønsomhedsmål, hvilket de stigende renter også hjælper med til.

Sektormæssigt trak industri mest ned i resultatet, men det skyldtes aktievalg i sektoren som beskrevet ovenfor. Den største positive effekt på det relative afkast kom fra informationsteknologi, hvilket skyldes afdelingens undervægt i den pressede sektor.

### Afdelingens profil

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Februar 1998
Risikoindeksator (1-7): 6
Benchmark: VINX Benchmark Cap målt i DKK
Fondskode: DK0060188829
Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Branchefordeling

Industri	28,5%
Finans	19,9%
Forbrugsgoder	18,0%
Sundhedspleje	12,0%
Energi	5,8%
Øvrige inkl. likvide	15,8%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,72
Standardafvigelse	12,58
Tracking error	2,50
Information Ratio	0,20
Sharpe Ratio (benchm.)	0,67
Standardafvigelse (benchm.)	12,74
Active share	49,57

## Norden KL

Afdelingen er aktivt styret, men den har en tracking error på under 3 procentpoint og en active share under 50, hvilket især kan tilskrives et "small" benchmark. De senere års afkast i forhold til benchmark viser, at afdelingens har en tilstrækkelig aktivitet til at kunne opfylde sin målsætning om at opnå et afkast, der er højere end afkastet på benchmark

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Væksten i verdensøkonomien er fortsat positivt understøttet af en lempelig pengepolitik i såvel de udviklede økonomier som i emerging markets. Vækstniveauet i de udviklede økonomier er præget af diversitet de økonomiske regioner imellem. Europæisk økonomi er positivt understøttet af den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar, attraktive finansielle vilkår og afdæmpede inflationsforventninger. I USA er den økonomiske vækst pæn og arbejdsmarkedet stramt, og den Amerikanske Centralbank har genoptaget forhøjelserne af de ledende renter. Det er endnu ikke afklaret i detaljer, hvorledes den nyvalgte amerikanske præsident, Donald Trump, vil forvalte sit præsidentembede – herunder evt. ændre den førte økonomiske politik. Usikkerhed med hensyn til den økonomiske udvikling, tempoet i stramningen af pengepolitikken i USA samt mindre tiltro til længden af en fortsat lempelig pengepolitik i Europa vil kunne give anledning til en negativ stemning på aktiemarkederne i Europa og globalt.

De afledte effekter på de globale finansielle markeder af en stramning af pengepolitikken i USA og dermed en stigning i de ledende renter i takt med pæn økonomisk vækst har blandt andet medført, at renten på 10-årige statsobligationer er steget. Dette indikerer således et paradigmeskift efter en lang periode med rentefald. En intensivering i rentestigningerne blandt andet er drevet af ændringen i den førte økonomiske politik kan give usikkerhed på aktiemarkederne.

Udviklingen på råvaremarkederne – og i særdeleshed i olieprisen – samt valutabevægelser kan få såvel positive som negative afledte effekter på aktiemarkederne.

Endelig vil en række betydende folkeafstemninger i Europa, Storbritanniens forventede aktivering af artikel 50 i starten af 2017 og nyheder i relation til de politiske forhandlinger kunne påvirke aktiemarkederne negativt.

### Forventninger til markedet samt strategi

Væksten i den globale økonomi er positiv drevet af en solid økonomisk udvikling i de udviklede økonomier samtidigt med, at den økonomiske vækst i emerging markets er stabiliseret. I Europa forventer vi fortsat meget lempelige finansielle vilkår. Dette er stimulerende for investerings- og forbrugslysten, samtidigt med at en fortsat svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar vil være understøttende for den økonomiske vækst i Europa og dermed skabe et fornuftigt indtjeningspotentiale. Dette kombineret med en attraktiv prisfastsættelse medfører, at vi forventer en moderat positiv udvikling på aktiemarkederne, men også markeder, der vil være præget af både stigende og faldende risikoappetit drevet af økonomiske og politiske nyheder globalt.

Vi ser fortsat optimistisk på det nordiske aktiemarked, som er stærkt positioneret med hensyn til at nyde godt af stabil global vækst. Porteføljen er fortsat positioneret til en relativt stabil udvikling med et mix af vækstselskaber og stabile selskaber. Sektormæssigt har afdelingen aktuelt den største overvægt inden for forbrugsgoder. Vi forventer fortsat, at forbrugerne især i de nordiske lande vil nyde godt af høj beskæftigelse kombineret med lave renter. Afdelingens næststørste sektormæssige overvægt er i industri. Her investerer vi primært i selskaber, hvor vi ser et potentiale for driftsforbedringer. Sektormæssigt er vores største undervægt inden for konsumentvarer, da vi vurderer, at mange af disse selskaber har nået deres fulde potentiale efter at have opnået gode resultater i de senere år.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.



## Norden KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	9	9	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	14	6	Indestående i depotselskab	2.471	2.991
3 Udbytter	5.739	6.930	<b>I alt likvide midler</b>	<b>2.471</b>	<b>2.991</b>
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>5.733</b>	<b>6.933</b>	<b>Kapitalandele:</b>		
4 <b>Kursgevinster og -tab:</b>			Not. aktier fra DK selskaber	37.679	57.335
Kapitalandele	÷2.853	29.668	Not. aktier fra udl. selskaber	113.469	127.048
Valutakonti	÷58	524	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>151.148</b>	<b>184.384</b>
5 Handelsomkostninger	÷100	÷248			
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>÷3.011</b>	<b>29.944</b>			
<b>I alt indtægter</b>	<b>2.722</b>	<b>36.877</b>	<b>Aktiver i alt</b>	<b>153.619</b>	<b>187.375</b>
6 Administrationsomkostninger	2.568	3.140			
<b>Resultat før skat</b>	<b>154</b>	<b>33.737</b>	<b>Passiver</b>		
7 Skat	8	÷218	9 <b>Investorerers formue</b>	<b>153.578</b>	<b>187.360</b>
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>146</b>	<b>33.955</b>	<b>Anden gæld:</b>		
<b>Resultatdisponering</b>			Skyldige omkostninger	41	15
Foreslået udlodning	13.046	13.947	<b>I alt anden gæld</b>	<b>41</b>	<b>15</b>
Overført til udlodning næste år	79	23			
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	13.125	13.970	<b>Passiver i alt</b>	<b>153.619</b>	<b>187.375</b>
Overført til formuen	÷12.979	19.985			
<b>I alt disponeret</b>	<b>146</b>	<b>33.955</b>			

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	18,19	15,35	10,02	18,35	0,77
Benchmarkafkast (pct.)	21,41	21,73	9,52	15,48	2,32
Sharpe Ratio	0,49	0,24	1,10	1,07	0,72
Indre værdi (DKK pr. andel)	165,66	186,32	175,21	192,10	178,93
Nettoresultat (t.DKK)	30.125	24.957	17.570	33.955	146
Udbytte (DKK pr. andel)	4,25	28,40	16,10	14,30	15,20
Administrationsomkostninger (pct.)	1,62	1,90	1,65	1,61	1,60
ÅOP	2,14	2,45	2,01	1,81	1,72
Omsætningshastighed (antal gange)	0,72	0,89	0,43	0,45	0,20
Investorerers formue (t.DKK)	176.985	175.230	186.056	187.360	153.578
Antal andele	1.068.344	940.480	1.061.915	975.321	858.312
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

## Norden KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

#### Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK

	2016	2015
Indestående i depotselskab	9	9
I alt renteindtægter	9	9

#### Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK

	2016	2015
Andre renteudgifter	14	6
I alt renteudgifter	14	6

#### Note 3: Udbytter i 1.000 DKK

	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	1.248	2.171
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	4.491	4.759
I alt udbytter	5.739	6.930

#### Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK

	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	÷3.972	20.283
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.120	9.385
Valutakonti	÷58	524
Handelsomkostninger	÷100	÷248
I alt kursgevinster og -tab	÷3.011	29.944

#### Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK

	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷129	÷272
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	29	24
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷100	÷248

#### Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK

	2016		2015	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	0	0	24	0
Øvrige omkostninger	23	0	15	0
Managementhonorar	2.320	0	2.828	0
Fast administrationshonorar	224	0	273	0
I alt opdelte adm.omk.	2.568	0	3.140	0
I alt adm.omkostninger		2.568		3.140

#### Note 7: Skat i 1.000 DKK

	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	8	÷218
I alt skat	8	÷218

#### Note 8: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK

	2016	2015
Renter og udbytter	5.733	6.933
Ikke refunderbar udbytteskat	÷8	218
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	0	6
Kursgevinst til udlodning	10.693	10.762
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	÷895	÷989
Udlodning overført fra sidste år	23	54
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	15.546	16.983
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	2.568	3.140
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	147	127
I alt til rådighed for udlodning, netto	13.125	13.970

#### Note 9: Investorers formue

	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerens formue primo	975.321	187.360	1.061.915	186.056
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷13.947		÷17.097
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		651		530
Emissioner i året	5.491	963	7.324	1.463
Indløsninger i året	÷122.500	÷21.620	÷93.918	÷17.569
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		26		22
Foreslået udlodning		13.046		13.947
Overførsel af periodens resultat		÷12.979		19.985
Overført til udlodning næste år		79		23
I alt investorerens formue	858.312	153.578	975.321	187.360

### Supplerende noter

	2016	2015
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,4	98,4
I alt finansielle instrumenter	98,4	98,4
Øvrige aktiver og passiver	1,6	1,6
I alt	100,0	100,0

#### Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi 2016	Markedsværdi 2015
Danske Bank	7.903	8.345

## Norden Indeks KL

Investerer indeksbaseret i nordiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindekset – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Da afdelingen investerer i danske, svenske, norske og finske aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til nordiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

Det brede nordiske aktiemarked leverede for hele året moderat positivt, hvilket var på niveau med det brede europæiske marked. På landeniveau leverede det norske marked det højeste afkast målt i danske kroner efterfulgt af Finland og Sverige, mens der var tab på det danske marked. Investorerne bevægede sig i 2016 væk fra ikke-cykliske sektorer

som forbrugsgoder til de mere cykliske sektorer materialer og energi. Udviklingen kunne i vid udstrækning henføres til stigende priser på metaller som følge af fortsat efterspørgsel fra Kina samt håbet om det store program for investeringer i infrastruktur, som USA's kommende præsident, Donald Trump, har skitseret. De små selskaber klarede sig markant bedre end de store.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 2,14 pct., mens benchmark steg 2,32 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og har indfriet vores forventning om moderat positivt afkast på grund af Brexit og usikkerheden om det fremtidige økonomiske samarbejde i Europa.

### Vurdering af resultatet

Der var en tilfredsstillende overensstemmelse mellem afdelingens afkast og udviklingen i benchmark.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Væksten i verdensøkonomien er fortsat positivt understøttet af en lempelig pengepolitik i såvel de udviklede økonomier som i emerging markets. Vækstniveauet i de udviklede økonomier er præget af diversitet de økonomiske regioner imellem. Europæisk økonomi er positivt understøttet af den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar, attraktive finansielle vilkår og afdæmpede inflationsforventninger. I USA er den økonomiske vækst pæn og arbejdsmarkedet stramt, og den Amerikanske Centralbank har genoptaget forhøjelserne af de ledende renter. Det er endnu ikke afklaret i detaljer, hvorledes den nyvalgte amerikanske præsident, Donald Trump, vil forvalte sit præsidentembede – herunder evt. ændre den førte økonomiske politik. Usikkerhed med hensyn til den økonomiske udvikling, tempoet i stramningen af pengepolitikken i USA samt mindre tiltro til længden af en fortsat lempelig pengepolitik i Europa vil kunne give anledning til en negativ stemning på aktiemarkederne i Europa og globalt.

### Afdelingens profil

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: December 1999
Risikoindeks (1-7): 6
Benchmark: VINX Benchmark Cap målt i DKK
Fondskode: DK0016037526
Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Branchefordeling

Industri	24,6%
Finans	21,6%
Sundhedspleje	12,2%
Forbrugsgoder	9,2%
Informationsteknologi	7,3%
Øvrige inkl. likvide	25,1%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,67
Standardafvigelse	12,81
Tracking error	0,42
Information Ratio	0,07
Sharpe Ratio (benchm.)	0,67
Standardafvigelse (benchm.)	12,74
Active share	0,99

## Norden Indeks KL

De afledte effekter på de globale finansielle markeder af en stramning af pengepolitikken i USA og dermed en stigning i de ledende renter i takt med pæn økonomisk vækst har blandt andet medført, at renten på 10-årige statsobligationer er steget. Dette indikerer således et paradigmeskift efter en lang periode med rentefald. En intensivering i rentestigningerne blandt andet er drevet af ændringen i den førte økonomiske politik kan give usikkerhed på aktiemarkederne.

Udviklingen på råvaremarkederne – og i særdeleshed i olieprisen – samt valutabevægelser kan få såvel positive som negative afledte effekter på aktiemarkederne.

Endelig vil en række betydende folkeafstemninger i Europa, Storbritanniens forventede aktivering af artikel 50 i starten af 2017 og nyheder i relation til de politiske forhandlinger kunne påvirke aktiemarkederne negativt.

### Forventninger til markedet samt strategi

Væksten i den globale økonomi er positiv drevet af en solid økonomisk udvikling i de udviklede økonomier samtidigt med, at den økonomiske vækst i emerging markets er stabiliseret. I Europa forventer vi fortsat meget lempelige finansielle vilkår. Dette er stimulerende for investerings- og forbrugslysten, samtidigt med at en fortsat svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar vil være understøttende for den økonomiske vækst i Europa og dermed skabe et fornuftigt indtjeningspotentiale. Dette kombineret med en attraktiv prisfastsættelse medfører, at vi forventer en moderat positiv udvikling på aktiemarkederne, men også markeder, der vil være præget af både stigende og faldende risikoappetit drevet af økonomiske og politiske nyheder globalt.

Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi, hvor investeringerne er sammensat, så de følger udviklingen i det valgte benchmark. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et afkast, der er lidt lavere end udviklingen i det valgte benchmark, idet omkostningerne trækkes fra i afkastet.

## Norden Indeks KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	2	5	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	6	5	Indestående i depotselskab	1.014	1.388
3 Udbytter	19.827	19.612	<b>I alt likvide midler</b>	<b>1.014</b>	<b>1.388</b>
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>19.823</b>	<b>19.612</b>	<b>Kapitalandele:</b>		
4 <b>Kursgevinster og -tab:</b>			Not. aktier fra DK selskaber	126.472	142.035
Kapitalandele	÷8.107	65.764	Not. aktier fra udl. selskaber	382.787	427.143
Valutakonti	14	÷52	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>509.259</b>	<b>569.179</b>
Øvrige aktiver/passiver	÷1	0	<b>Andre aktiver:</b>		
5 Handelsomkostninger	÷60	÷30	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	0	12
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>÷8.154</b>	<b>65.683</b>	Andre tilgodehavender	0	1
6 Andre indtægter	207	181	Aktuelle skatteaktiver	22	19
<b>I alt indtægter</b>	<b>11.876</b>	<b>85.475</b>	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>22</b>	<b>31</b>
7 Administrationsomkostninger	3.137	3.539	<b>Aktiver i alt</b>	<b>510.296</b>	<b>570.598</b>
<b>Resultat før skat</b>	<b>8.740</b>	<b>81.936</b>	<b>Passiver</b>		
8 Skat	34	÷671	10 Investorers formue	510.217	570.569
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>8.705</b>	<b>82.607</b>	<b>Anden gæld:</b>		
<b>Resultatdisponering</b>			Skyldige omkostninger	79	29
Foreslået udlodning	49.077	41.842	<b>I alt anden gæld</b>	<b>79</b>	<b>29</b>
Overført til udlodning næste år	219	255	<b>Passiver i alt</b>	<b>510.296</b>	<b>570.598</b>
9 Disponeret i alt vedr. udlodning	49.296	42.098			
Overført til formuen	÷40.591	40.509			
<b>I alt disponeret</b>	<b>8.705</b>	<b>82.607</b>			

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	21,23	25,50	9,99	15,27	2,14
Benchmarkafkast (pct.)	21,41	21,73	9,52	15,48	2,32
Sharpe Ratio	0,58	0,53	1,40	1,20	0,67
Indre værdi (DKK pr. andel)	96,96	118,42	129,94	141,82	134,11
Nettoresultat (t.DKK)	100.613	120.605	51.317	82.607	8.705
Udbytte (DKK pr. andel)	2,75	0,30	8,60	10,40	12,90
Administrationsomkostninger (pct.)	0,60	0,98	0,67	0,62	0,62
ÅOP	0,87	1,26	0,92	0,69	0,67
Omsætningshastighed (antal gange)	0,01	0,03	0,02	0,01	0,13
Investorers formue (t.DKK)	516.698	544.995	527.210	570.569	510.217
Antal andele	5.329.104	4.602.042	4.057.338	4.023.309	3.804.418
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

# Norden Indeks KL

## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	2	5
I alt renteindtægter	2	5

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	6	5
I alt renteudgifter	6	5

Note 3: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	3.082	4.118
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	15.608	14.084
Øvrige udbytter	1.137	1.410
I alt udbytter	19.827	19.612

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra danske selskaber	÷13.066	39.168
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	4.958	26.595
Valutakonti	14	÷52
Øvrige aktiver/passiver	÷1	0
Handelsomkostninger	÷60	÷30
I alt kursgevinster og -tab	÷8.154	65.683

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷71	÷66
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	11	36
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷60	÷30

Note 6: Andre indtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Brutto gebyrindtægt ved aktieudlån	298	224
Danske Bank A/S	÷65	÷31
Danske Invest Management A/S	÷26	÷12
I alt andre indtægter	207	181

Note 7: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	0	0	71	0
Øvrige omkostninger	0	0	1	0
Managementhonorar	2.378	0	2.614	0
Fast administrationshonorar	759	0	853	0
I alt opdeltede adm.omk.	3.137	0	3.539	0
I alt adm.omkostninger		3.137		3.539

Note 8: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	34	÷671
I alt skat	34	÷671

Note 9: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK	2016	2015
Renter og udbytter	19.823	19.612
Ikke refunderbar udbytteskat	÷34	671
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	203	186
Kursgevinst til udlodning	33.738	23.897
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	÷1.636	965
Udlodning overført fra sidste år	255	359
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	52.349	45.690
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	3.137	3.539
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	84	÷53
I alt til rådighed for udlodning, netto	49.296	42.098

Note 10: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerens formue primo	4.023.309	570.569	4.057.338	527.210
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		÷41.842		÷34.893
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		967		1.135
Emissioner i året	14.109	1.837	242.971	33.281
Indløsninger i året	÷233.000	÷30.051	÷277.000	÷38.885
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		32		113
Foreslået udlodning		49.077		41.842
Overførsel af periodens resultat		÷40.591		40.509
Overført til udlodning næste år		219		255
I alt investorerens formue	3.804.418	510.217	4.023.309	570.569

## Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,8	99,8
I alt finansielle instrumenter	99,8	99,8
Øvrige aktiver og passiver	0,2	0,2
I alt	100,0	100,0

### Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi 2016	Markedsværdi 2015
Danske Bank	13.306	13.480
Aktieudlån i 1.000 DKK	2016	2015
Kursværdi af udlånte aktier	0	66.818
Sikkerhed for udlånte aktier i form af:		
Noterede obligationer fra danske udstedere	0	77.811
I alt sikkerhed	0	77.811

## *Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL*

Investorerer primært i virksomhedsobligationer hjemmehørende i eller som har hovedaktivitet i de nordiske lande. Hovedparten af afdelingens investeringer vil normalt være i EUR, NOK, SEK eller DKK. Valutarisikoen er begrænset, da andelsklasserne valutaafdækkes mod deres udstedelsessvaluta. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingen udbydes i fire andelsklasser:

- Nordisk Kredittobligasjon, klasse NOK h
- Nordiska Företagsobligationer, klass SEK h
- Nordiske Virksomhedsobl. – Akkumulerende, klasse DKK h
- Pohjoisen Yrityslainat, osuuslaji EUR h

Afdelingens ledelsesberetning og det samlede regnskab omfattende resultat af investeringer m.m., som foretages fælles for klasserne, samt resultat af klassernes egne valutaafdækninger og omkostninger findes på de følgende sider:

Noter for de enkelte klasser findes også på de følgende sider:

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

## Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	273.368	271.125	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	1.315	1.572	Indestående i depotselskab	221.533	156.166
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>272.053</b>	<b>269.554</b>	<b>I alt likvide midler</b>	<b>221.533</b>	<b>156.166</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab:</b>			<b>Obligationer:</b>		
Obligationer	÷9.328	÷192.286	Not. obl. fra danske udstedere	1.344.095	1.622.400
Kapitalandele	0	17	Not. obl. fra udl. udstedere	5.857.669	5.967.557
Afledte finansielle instr.	÷32.000	÷78.197	Unoterede obligationer	104.668	109.278
Valutakonti	12.255	÷20.101	<b>I alt obligationer</b>	<b>7.306.431</b>	<b>7.699.235</b>
Øvrige aktiver/passiver	÷10	÷1	<b>Afl. finansielle instr.:</b>		
4 Handelsomkostninger	÷230	÷388	Unot. afl. finansielle instr.	27.285	33.236
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>÷29.314</b>	<b>÷290.955</b>	<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>27.285</b>	<b>33.236</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>242.740</b>	<b>÷21.401</b>	<b>Andre aktiver:</b>		
5 Administrationsomkostninger	72.283	68.205	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	105.206	117.422
<b>Resultat før skat</b>	<b>170.457</b>	<b>÷89.606</b>	Mellemvær. vedr. handelsafv.	20	0
Skat	0	0	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>105.227</b>	<b>117.422</b>
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>170.457</b>	<b>÷89.606</b>	<b>Aktiver i alt</b>	<b>7.660.476</b>	<b>8.006.059</b>
<b>Resultatdisponering</b>			<b>Passiver</b>		
Overført til formuen	170.457	÷89.606	6 Investorerers formue	7.613.069	7.967.731
<b>I alt disponeret</b>	<b>170.457</b>	<b>÷89.606</b>	<b>Afledte finansielle instrumenter:</b>		
			Unot. afl. finansielle instr.	32.297	37.425
			<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>32.297</b>	<b>37.425</b>
			<b>Anden gæld:</b>		
			Skyldige omkostninger	1.170	394
			Mellemvær. vedr. handelsafv.	13.940	509
			<b>I alt anden gæld</b>	<b>15.110</b>	<b>903</b>
			<b>Passiver i alt</b>	<b>7.660.476</b>	<b>8.006.059</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	2013	2014	2015	2016
Nettoresultat (t.DKK)*	-	8.925	÷63.861	÷89.606	170.457
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	0,01	0,28	0,17	0,12
Investorerers formue (t.DKK)	-	1.368.724	5.860.926	7.967.731	7.613.069

\* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder



## Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	145	128
Noterede obligationer fra danske udstedere	49.647	44.816
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	219.519	221.703
Unoterede obligationer	3.363	4.166
Andre renteindtægter	694	313
I alt renteindtægter	273.368	271.125

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	1.315	1.572
I alt renteudgifter	1.315	1.572

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	÷9.514	÷21.490
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	÷2.475	÷162.660
Unoterede obligationer	2.660	÷8.136
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	0	17
Terminforretninger/futures m.m.	58.166	÷52.499
Renteforretninger	÷90.166	÷25.699
Valutakonti	12.255	÷20.101
Øvrige aktiver/passiver	÷10	÷1
Handelsomkostninger	÷230	÷388
I alt kursgevinster og -tab	÷29.314	÷290.955

Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷245	÷515
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	15	127
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷230	÷388

Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	267	0	0	0
Managementhonorar	64.025	0	60.484	0
Fast administrationshonorar	7.990	0	7.720	0
I alt opdelte adm.omk.	72.283	0	68.205	0
I alt adm.omkostninger		72.283		68.205

Note 6: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele i 1.000 DKK	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele i 1.000 DKK	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo		7.967.731		5.860.926
Emissioner i året		1.416.763		3.330.981
Indløsninger i året		÷1.953.644		÷1.150.053
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		11.762		15.482
Overførsel af periodens resultat		170.457		÷89.606
I alt investorenes formue		7.613.069		7.967.731

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	94,6	95,3
Øvrige finansielle instrumenter	1,3	1,3
I alt finansielle instrumenter	95,9	96,6
Øvrige aktiver og passiver	4,1	3,4
I alt	100,0	100,0

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank		
Navn	Markedsværdi 2016	Markedsværdi 2015
4,375 DANICA PENSION FRN PERP/CALL	71.212	103.020
DANSKE BANK FRN PERP/CALL	51.077	49.614
5,75 DANSKE BANK CALL/PERP	22.052	21.681
0,75 DANSKE BANK A/S 4/5-2015/2020	0	45.003
DANSKE BANK FRN PERP 11/2016	38.095	0
I alt	182.436	219.318

Underliggende eksponering ved valuta-terminsforretninger i 1.000 DKK

Valuta	Eksponering 2016
DKK	7.042.960
EUR	÷4.633.104
GBP	÷284.843
NOK	÷380.690
SEK	÷1.153.414
USD	÷619.120

Underliggende eksponering ved futures i 1.000 DKK

Solgte rentefutures, underliggende eksponering	1.755.325
--	-----------

Netto position af sikkerheder i 1.000 DKK

Sikkerheder vedr. afledte finansielle instrumenter opgjort netto	
Sikkerhed i form af:	
Likvide midler	20.565
I alt sikkerhed	20.565

Danske Bank er modpart ved de afledte finansielle instrumenter.

## Nordisk Kredittobligasjon, klasse NOK h

Andelsklasse under Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer fortrinsvis i obligationer, der er udstedt af virksomheder hjemmehørende i eller som har hovedaktivitet i de nordiske lande. Der investeres primært i virksomhedsobligationer, dog kan der investeres op til 25 pct. af formuen i realkreditobligationer eller særligt dækkede obligationer udstedt af kreditinstitutter fra nordiske udstedere. Andelsklassen kan investere op til 50 pct. af formuen i virksomhedsobligationer med lav kreditkvalitet og kan investere i obligationer sikkerhedsmæssigt efterstillet andre obligationer, eks. vis konvertible obligationer. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til rente- og spændudviklingen for nordiske obligationer. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet.

### Markedet

Der var ganske store udsving på det nordiske marked for virksomhedsobligationer i 2016. Markedet for virksomhedsobligationer med lav kreditvurdering (primært norske) ople-

vede store kursfald i årets første måneder som følge af den faldende oliepris og flere meddelelser om omstrukturering i selskaberne. Senere på året opstod der stor efterspørgsel efter nogle af de finske virksomhedsobligationer med høj kreditvurdering, da de blev inkluderet i den europæiske centralbanks (ECB) udmeldte opkøbsprogram for virksomhedsobligationer (CSPP).

Markedets merrenter i forhold til sammenlignelige statsobligationer (kreditspænd) indsnævredes med 0,48 procentpoint til 1,60 pct. i årets løb, og der var store udsving, ikke mindst i første kvartal hvor kreditspændene lå over 2,50 pct. I starten sås udsvingene blandt de norske olieselskaber på grund af den faldende oliepris og i efterstillede bankobligationer på grund af usikkerhed omkring bankernes solvens. Efterhånden som markedets bekymring for vækstudsigterne og den generelle usikkerhed om overordnede risici aftog, vendte interessen for nordiske virksomhedsobligationer tilbage. Opfattelsen af Norden som sikker havn var med til at reducere kreditspændene oven på den svage start på året.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et positivt afkast på 3,47 pct. målt i NOK, mens benchmarket steg 5,97 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således mindre tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurrenter, men har indfriet vores forventning om et lavt positivt afkast. Andelsklassens investeringsstrategi indebærer en markant lavere renterisiko end benchmarket, dette kan delvist forklare, at afkastet er lavere end benchmarkudviklingen.

### Vurdering af resultatet

Det markante fald i de europæiske statsobligationsrenter var også med til at presse de nordiske statsrenter ned og var en af de positive bidragsydere til det samlede afkast i 2016. Andelsklassens strategi om kun at have moderat renterisiko – ca. 1.5 år – viste sig imidlertid at blive dyr relativt set i størstedelen af året. Overvægten af efterstillede obligationer udstedt af banker og forsikringselskaber bidrog generelt positivt til de høje kreditspænd og den relativt lange løbetid. Mange af disse papirer gav et afkast på 10 pct. eller mere,

#### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: September 2013
Risikoindikator (1-7): 3
Benchmark: Barclays Corporate Scandi All Grades Index, 5 pct. issuer capped hedged til NOK
Fondskode: DK0060500692
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

#### Varigheder

0-1 år	23,5%
1-3 år	29,4%
3-5 år	29,9%
5-10 år	14,5%
Over 10 år	0,5%
Øvrige inkl. likvide	2,2%

#### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,68
Standardafvigelse	2,48
Tracking error	1,69
Information Ratio	÷ 1,14
Sharpe Ratio (benchm.)	1,83
Standardafvigelse (benchm.)	1,93

## Nordisk Kredittobligasjon, klasse NOK h

Andelsklasse under Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL

selvom der var store udsving. Andelsklassen havde også eksponering mod det konkursramte danske selskab Hesa-light. Det undersøges i øjeblikket, om selskabet har begået ulovligheder. Vores position er blevet næsten fuldt afskrevet, og positionen bidrog negativt med ca. 0,5 procentpoint til andelsklassens afkast.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Det nordiske marked vil kun være påvirket af nogle få af de internationale begivenheder, som vi forventer vil udløse markedsudsving i 2017. Disse begivenheder omfatter bl.a. nationale valg og mulige ændringer til ECBs program for opkøb af virksomhedsobligationer. De nordiske banker er desuden yderst velkonsoliderede både i absolutte og relative tal. De nordiske selskaber er dog typisk eksponeret mod internationale markeder, og skuffende økonomisk vækst i Europa eller globalt udgør en risiko. Markant højere renter ville formentlig gøre virksomhedsobligationers merrente mindre attraktive for investorerne og samtidig ramme mange private husholdninger, ejendomsmæglere og selskaber med svage balancer, selvom det relative resultat i tilfælde af højere renter ville være positivt givet andelsklassens begrænsede renterisiko. Andelsklassens eksponering mod efterstillede obligationer indebærer, at en markant lavere risikovillighed vil få negativ indvirkning på afkastet.

### Forventninger til markedet samt strategi

Generelt ser vi fortsat værdi i mellemstore nordiske selskaber med kreditvurderinger på BB til BBB. Selskaber med en kreditvurdering på A er som altid ganske sikre papirer, men der er fortsat meget begrænsede afkastforventninger for disse investeringer. Vi ser fortsat værdi i efterstillede obligationer fra stærke selskaber banker forsikringselskaber generelt, men vi understreger, at obligationsspecifikke risici skal evalueres grundigt især i disse segmenter. Generelt forventer vi, at selskabsspecifikke forhold vil blive afgørende i 2017. Således forventer vi, at sektor- og obligationsvalg også bliver vigtigt i 2017. Vi mener fortsat, at moderat renterisiko vil være at foretrække til trods for, at denne strategi genererede et negativt relativt afkast i 2016.

Strammere bankregulering har fortsat en negativ indvirkning på likviditet i obligationerne, hvilket medfører forøget markedsudsving. Vi forventer en øget risiko for større udsving i kurserne på nordiske virksomhedsobligationer. Perioder med store udsving kan også være en mulighed for at foretage nye investeringer på attraktive kursniveauer.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Nordisk Kredittobligasjon, klasse NOK h

Andelsklasse under Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	2013	2014	2015	2016
Afkast i NOK (pct.)*	-	2,83	4,92	1,29	3,47
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	2,22	8,09	1,49	5,97
Sharpe Ratio i NOK	-	-	-	-	0,68
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	102,83	107,88	109,28	113,07
Nettoreultat (t.DKK)*	-	÷2.800	÷26.960	÷55.628	113.273
Administrationsomkostninger (pct.)	-	0,88	0,89	0,89	0,89
Investorers formue (t.DKK)	-	130.283	352.604	1.019.468	1.324.483
Antal andele	-	1.419.806	3.982.156	12.019.941	14.302.313
Stykstørrelse i DKK	-	100	100	100	100

\* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

<b>KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK</b>	<b>1.1.-31.12.2016</b>	<b>1.1.-31.12.2015</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen	44.495	÷15.627
Klassenspecifikke transaktioner:		
Terminsforetninger	80.120	÷34.267
Administrationsomkostninger	11.342	5.735
<b>Klassens resultat</b>	<b>113.273</b>	<b>÷55.628</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorers formue primo	1.019.468	352.604
Emissioner i året	510.619	920.368
Indløsninger i året	÷321.789	÷201.779
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	2.912	3.903
Overførsel af periodens resultat	113.273	÷55.628
<b>Investorers formue ultimo</b>	<b>1.324.483</b>	<b>1.019.468</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	12.019.941	3.982.156
Emissioner i året	5.832.425	10.330.403
Indløsninger i året	÷3.550.052	÷2.292.619
<b>Andele ultimo året</b>	<b>14.302.313</b>	<b>12.019.941</b>

## Nordiska Företagsobligationer, klass SEK h

Andelsklasse under Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer fortrinsvis i obligationer, der er udstedt af virksomheder hjemmehørende i eller som har hovedaktivitet i de nordiske lande. Der investeres primært i virksomhedsobligationer, dog kan der investeres op til 25 pct. af formuen i realkreditobligationer eller særligt dækkede obligationer udstedt af kreditinstitutter fra nordiske udstedere. Andelsklassen kan investere op til 50 pct. af formuen i virksomhedsobligationer med lav kreditkvalitet og kan investere i obligationer sikkerhedsmæssigt efterstillet andre obligationer, eks. vis konvertible obligationer. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til rente- og spændudviklingen for nordiske obligationer. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet.

### Markedet

Der var ganske store udsving på det nordiske marked for virksomhedsobligationer i 2016. Markedet for virksomhedsobligationer med lav kreditvurdering (primært norske) op-

levede store kursfald i årets første måneder som følge af den faldende oliepris og flere meddelelser om omstrukturering i selskaberne. Senere på året opstod der stor efterspørgsel efter nogle af de finske virksomhedsobligationer med høj kreditvurdering, da de blev inkluderet i den europæiske centralbanks (ECB) udmeldte opkøbsprogram for virksomhedsobligationer (CSPP).

Markedets merrenter i forhold til sammenlignelige statsobligationer (kreditspænd) indsnævredes med 0,48 procentpoint til 1,60 pct. i årets løb, og der var store udsving, ikke mindst i første kvartal hvor kreditspændene lå over 2,50 pct. I starten sås udsvingene blandt de norske olieselskaber på grund af den faldende oliepris og i efterstillede bankobligationer på grund af usikkerhed omkring bankernes solvens. Efterhånden som markedets bekymring for vækstudsigtterne og den generelle usikkerhed om overordnede risici aftog, vendte interessen for nordiske virksomhedsobligationer tilbage. Opfattelsen af Norden som sikker havn var med til at reducere kreditspændene oven på den svage start på året.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et positivt afkast på 2,13 pct. målt i SEK, mens benchmarket steg 4,22 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var således mindre tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurrenter, men har indfriet vores forventning om et lavt positivt afkast. Andelsklassens investeringsstrategi indebærer en markant lavere renterisiko end benchmarket, dette kan delvist forklare, at afkastet er lavere end benchmarkudviklingen.

### Vurdering af resultatet

Det markante fald i de europæiske statsobligationsrenter var også med til at presse de nordiske statsrenter ned og var en af de positive bidragsydere til det samlede afkast i 2016. Andelsklassens strategi om kun at have moderat renterisiko – ca. 1,5 år – viste sig imidlertid at blive dyr relativt set i størstedelen af året. Overvægten af efterstillede obligationer udstedt af banker og forsikringselskaber bidrog generelt positivt til de høje kreditspænd og den relativt lange løbetid. Mange af disse papirer gav et afkast på 10 pct. eller mere,

#### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: September 2013
Risikoindikator [1-7]: 3
Benchmark: Barclays Corporate Scandi All Grades Index, 5 pct. issuer capped hedged til SEK
Fondskode: DK0060500262
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

#### Varigheder

0-1 år	23,0%
1-3 år	28,8%
3-5 år	29,2%
5-10 år	14,2%
Over 10 år	0,5%
Øvrige inkl. likvide	4,3%

#### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,66
Standardafvigelse	2,55
Tracking error	1,68
Information Ratio	÷ 1,12
Sharpe Ratio (benchm.)	1,80
Standardafvigelse (benchm.)	1,95

## Nordiska Företagsobligationer, klass SEK h

Andelsklasse under Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL

selvom der var store udsving. Andelsklassen havde også eksponering mod det konkursramte danske selskab Hesalight. Det undersøges i øjeblikket, om selskabet har begået ulovligheder. Vores position er blevet næsten fuldt afskrevet, og positionen bidrog negativt med ca. 0,5 procentpoint til andelsklassens afkast.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Det nordiske marked vil kun være påvirket af nogle få af de internationale begivenheder, som vi forventer vil udløse markedsudsving i 2017. Disse begivenheder omfatter bl.a. nationale valg og mulige ændringer til ECBs program for opkøb af virksomhedsobligationer. De nordiske banker er desuden yderst velkonsoliderede både i absolutte og relative tal. De nordiske selskaber er dog typisk eksponeret mod internationale markeder, og skuffende økonomisk vækst i Europa eller globalt udgør en risiko. Markant højere renter ville formentlig gøre virksomhedsobligationers merrente mindre attraktive for investorerne og samtidig ramme mange private husholdninger, ejendomsmæglere og selskaber med svage balancer, selvom det relative resultat i tilfælde af højere renter ville være positivt givet andelsklassens begrænsede renterisiko. Andelsklassens eksponering mod efterstillede obligationer indebærer, at en markant lavere risikovillighed vil få negativ indvirkning på afkastet.

### Forventninger til markedet samt strategi

Generelt ser vi fortsat værdi i mellemstore nordiske selskaber med kreditvurderinger på BB til BBB. Selskaber med en kreditvurdering på A er som altid ganske sikre papirer, men der er fortsat meget begrænsede afkastforventninger for disse investeringer. Vi ser fortsat værdi i efterstillede obligationer fra stærke selskaber banker forsikrings-selskaber generelt, men vi understreger, at obligationsspecifikke risici skal evalueres grundigt især i disse segmenter. Generelt forventer vi, at selskabsspecifikke forhold vil blive afgørende i 2017. Således forventer vi, at sektor- og obligationsvalg også bliver vigtigt i 2017. Vi mener fortsat, at moderat renterisiko vil være at foretrække til trods for, at denne strategi genererede et negativt relativt afkast i 2016.

Strammere bankregulering har fortsat en negativ indvirkning på likviditet i obligationerne, hvilket medfører forøget markedsudsving. Vi forventer en øget risiko for større udsving i kurserne på nordiske virksomhedsobligationer. Perioder med store udsving kan også være en mulighed for at foretage nye investeringer på attraktive kursniveauer.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Nordiska Företagsobligationer, klass SEK h

Andelsklasse under Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	2013	2014	2015	2016
Afkast i SEK (pct.)*	-	2,39	3,98	÷0,43	2,13
Benchmarkafkast i SEK (pct.)*	-	2,06	7,05	0,09	4,22
Sharpe Ratio i SEK	-	-	-	-	0,66
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	102,39	106,46	106,01	108,27
Nettoreultat (t.DKK)*	-	1.594	÷45.032	26.860	÷39.358
Administrationsomkostninger (pct.)	-	0,88	0,89	0,89	0,89
Investorerers formue (t.DKK)	-	227.139	1.106.465	1.401.838	1.159.978
Antal andele	-	2.631.319	13.220.735	16.228.684	13.806.804
Stykstørrelse i DKK	-	100	100	100	100

\* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

<b>KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK</b>	<b>1.1.-31.12.2016</b>	<b>1.1.-31.12.2015</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen	38.223	11.363
Klassespecifikke transaktioner:		
Terminforretninger	÷66.844	28.005
Administrationsomkostninger	10.737	12.507
<b>Klassens resultat</b>	<b>÷39.358</b>	<b>26.860</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorerers formue primo	1.401.838	1.106.465
Emissioner i året	211.280	696.828
Indløsninger i året	÷415.972	÷432.259
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	2.190	3.944
Overførsel af periodens resultat	÷39.358	26.860
<b>Investorerers formue ultimo</b>	<b>1.159.978</b>	<b>1.401.838</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	16.228.684	13.220.735
Emissioner i året	2.530.292	8.047.498
Indløsninger i året	÷4.952.172	÷5.039.549
<b>Andele ultimo året</b>	<b>13.806.804</b>	<b>16.228.684</b>

## Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende kl DKK h

Andelsklasse under Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer fortrinsvis i obligationer, der er udstedt af virksomheder hjemmehørende i eller som har hovedaktivitet i de nordiske lande. Der investeres primært i virksomhedsobligationer, dog kan der investeres op til 25 pct. af formuen i realkreditobligationer eller særligt dækkede obligationer udstedt af kreditinstitutter fra nordiske udstedere. Andelsklassen kan investere op til 50 pct. af formuen i virksomhedsobligationer med lav kreditkvalitet og kan investere i obligationer sikkerhedsmæssigt efterstillet andre obligationer, eks. vis konvertible obligationer. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til rente- og spændudviklingen for nordiske obligationer. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirkende derfor ikke afkastet.

### Markedet

Der var ganske store udsving på det nordiske marked for virksomhedsobligationer i 2016. Markedet for virksomhedsobligationer med lav kreditvurdering (primært norske) ople-

vede store kursfald i årets første måneder som følge af den faldende oliepris og flere meddelelser om omstrukturering i selskaberne. Senere på året opstod der stor efterspørgsel efter nogle af de finske virksomhedsobligationer med høj kreditvurdering, da de blev inkluderet i den europæiske centralbanks (ECB) udmeldte opkøbsprogram for virksomhedsobligationer (CSPP).

Markedets merrenter i forhold til sammenlignelige statsobligationer (kreditspænd) indsnævredes med 0,48 procentpoint til 1,60 pct. i årets løb, og der var store udsving, ikke mindst i første kvartal hvor kreditspændene lå over 2,50 pct. I starten sås udsvingene blandt de norske olieselskaber på grund af den faldende oliepris og i efterstillede bankobligationer på grund af usikkerhed omkring bankernes solvens. Efterhånden som markedets bekymring for vækstudsigterne og den generelle usikkerhed om overordnede risici aftog, vendte interessen for nordiske virksomhedsobligationer tilbage. Opfattelsen af Norden som sikker havn var med til at reducere kreditspændene oven på den svage start på året.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et positivt afkast på 2,21 pct., mens benchmarket steg 4,43 pct. Andelsklassens afkast var således mindre tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurrenter, men har indfriet vores forventning om et lavt positivt afkast. Andelsklassens investeringsstrategi indebærer en markant lavere renterisiko end benchmarket, dette kan delvist forklare at afkastet er lavere end benchmarkudviklingen.

### Vurdering af resultatet

Det markante fald i de europæiske statsobligationsrenter var også med til at presse de nordiske statsrenter ned og var en af de positive bidragsydere til det samlede afkast i 2016. Andelsklassens strategi om kun at have moderat renterisiko – ca. 1.5 år – viste sig imidlertid at blive dyr relativt set i størstedelen af året. Overvægten af efterstillede obligationer udstedt af banker og forsikringselskaber bidrog generelt positivt til de høje kreditspænd og den relativt lange løbetid. Mange af disse papirer gav et afkast på 10 pct. eller mere, selvom der var store udsving. Andelsklassen havde også

### Andelsklassens profil

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: September 2013
Risikoindikator (1-7): 3
Benchmark: Barclays Corporate Scandi All Grades Index, 5 pct. issuer capped hedged til DKK
Fondskode: DK0060500502
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Varigheder

0-1 år	23,5%
1-3 år	29,4%
3-5 år	29,8%
5-10 år	14,5%
Over 10 år	0,5%
Øvrige inkl. likvide	2,3%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,65
Standardafvigelse	2,52
Tracking error	1,69
Information Ratio	÷ 1,08
Sharpe Ratio (benchm.)	1,75
Standardafvigelse (benchm.)	1,94



## Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende kl DKK h

Andelsklasse under Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL

eksponering mod det konkursramte danske selskab Hesa-light. Det undersøges i øjeblikket, om selskabet har begået ulovligheder. Vores position er blevet næsten fuldt afskrevet, og positionen bidrog negativt med ca. 0,5 procentpoint til andelsklassens afkast.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Det nordiske marked vil kun være påvirket af nogle få af de internationale begivenheder, som vi forventer vil udløse markedsudsving i 2017. Disse begivenheder omfatter bl.a. nationale valg og mulige ændringer til ECBs program for opkøb af virksomhedsobligationer. De nordiske banker er desuden yderst velkonsoliderede både i absolutte og relative tal. De nordiske selskaber er dog typisk eksponeret mod internationale markeder, og skuffende økonomisk vækst i Europa eller globalt udgør en risiko. Markant højere renter ville formentlig gøre virksomhedsobligationers merrente mindre attraktive for investorerne og samtidig ramme mange private husholdninger, ejendomsmæglere og selskaber med svage balancer, selvom det relative resultat i tilfælde af højere renter ville være positivt givet andelsklassens begrænsede renterisiko. Andelsklassens eksponering mod efterstillede obligationer indebærer, at en markant lavere risikovillighed vil få negativ indvirkning på afkastet.

### Forventninger til markedet samt strategi

Generelt ser vi fortsat værdi i mellemstore nordiske selskaber med kreditvurderinger på BB til BBB. Selskaber med en kreditvurdering på A er som altid ganske sikre papirer, men der er fortsat meget begrænsede afkastforventninger for disse investeringer. Vi ser fortsat værdi i efterstillede obligationer fra stærke selskaber banker forsikrings-selskaber generelt, men vi understreger, at obligationsspecifikke risici skal evalueres grundigt især i disse segmenter. Generelt forventer vi, at selskabsspecifikke forhold vil blive afgørende i 2017. Således forventer vi, at sektor- og obligationsvalg også bliver vigtigt i 2017. Vi mener fortsat, at moderat renterisiko vil være at foretrække til trods for, at denne strategi genererede et negativt relativt afkast i 2016.

Strammere bankregulering har fortsat en negativ indvirkning på likviditet i obligationerne, hvilket medfører forøget markedsudsving. Vi forventer en øget risiko for større udsving i kurserne på nordiske virksomhedsobligationer. Perioder med store udsving kan også være en mulighed for at foretage nye investeringer på attraktive kursniveauer.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende kl DKK h

Andelsklasse under Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)*	-	1,74	3,33	÷0,58	2,21
Benchmarkafkast (pct.)*	-	0,84	6,38	÷0,32	4,43
Sharpe Ratio	-	-	3,10	-	0,65
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	101,74	105,13	104,52	106,82
Nettoresultat (t.DKK)*	-	9.135	7.163	÷57.920	79.402
Administrationsomkostninger (pct.)	-	0,88	0,88	0,93	0,98
ÅOP	-	1,14	1,13	1,08	1,08
Investorers formue (t.DKK)	-	952.151	3.706.591	4.647.724	4.280.648
Antal andele	-	9.358.688	35.258.687	44.469.026	40.072.708
Stykstørrelse i DKK	-	100	100	100	100

\* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

<b>KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK</b>	<b>1.1.-31.12.2016</b>	<b>1.1.-31.12.2015</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen	121.794	÷14.935
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	42.392	42.984
<b>Klassens resultat</b>	<b>79.402</b>	<b>÷57.920</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorers formue primo	4.647.724	3.706.591
Emissioner i året	671.081	1.478.572
Indløsninger i året	÷1.123.815	÷486.232
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	6.255	6.713
Overførsel af periodens resultat	79.402	÷57.920
<b>Investorers formue ultimo</b>	<b>4.280.648</b>	<b>4.647.724</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	44.469.026	35.258.687
Emissioner i året	6.359.693	13.815.935
Indløsninger i året	÷10.756.011	÷4.605.596
<b>Andele ultimo året</b>	<b>40.072.708</b>	<b>44.469.026</b>

## Pohjoisen Yrityslainat, osuuslaji EUR h

Andelsklasse under Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer fortrinsvis i obligationer, der er udstedt af virksomheder hjemmehørende i eller som har hovedaktivitet i de nordiske lande. Der investeres primært i virksomhedsobligationer, dog kan der investeres op til 25 pct. af formuen i realkreditobligationer eller særligt dækkede obligationer udstedt af kreditinstitutter fra nordiske udstedere. Andelsklassen kan investere op til 50 pct. af formuen i virksomhedsobligationer med lav kreditkvalitet og kan investere i obligationer sikkerhedsmæssigt efterstillet andre obligationer, eks. vis konvertible obligationer. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til rente- og spændudviklingen for nordiske obligationer. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet.

### Markedet

Der var ganske store udsving på det nordiske marked for virksomhedsobligationer i 2016. Markedet for virksomhedsobligationer med lav kreditvurdering (primært norske) oplevede store kursfald i årets første måneder som følge af den faldende oliepris og flere meddelelser om omstrukturering i selskaberne. Senere på året opstod der stor efterspørgsel efter nogle af de finske virksomhedsobligationer med høj kreditvurdering, da de blev inkluderet i den europæiske centralbanks (ECB) udmeldte opkøbsprogram for virksomhedsobligationer (CSPP).

Markedets merrenter i forhold til sammenlignelige statsobligationer (kreditspænd) indsnævredes med 0,48 procentpoint til 1,60 pct. i årets løb, og der var store udsving, ikke mindst i første kvartal hvor kreditspændene lå over 2,50 pct. I starten sås udsvingene blandt de norske olieselskaber på grund af den faldende oliepris og i efterstillede bankobligationer på grund af usikkerhed omkring bankernes solvens. Efterhånden som markedets bekymring for vækstudsigterne og den generelle usikkerhed om overordnede risici aftog, vendte interessen for nordiske virksomhedsobligationer tilbage. Opfattelsen af Norden som sikker havn var med til at reducere kreditspændene oven på den svage start på året.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et positivt afkast på 2,42 pct. målt i EUR, mens benchmarket steg 4,48 pct. målt i EUR. Andelsklassens afkast var således mindre tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurrenter, men har indfriet vores forventning om et lavt positivt afkast. Andelsklassens investeringsstrategi indebærer en markant lavere renterisiko end benchmarket, dette kan delvist forklare, at afkastet er lavere end benchmarkudviklingen.

### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: September 2013
Risikoindikator [1-7]: 3
Benchmark: Barclays Corporate Scandi All Grades Index, 5 pct. issuer capped hedged til EUR
Fondskode: DK0060500429
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Varigheder

0-1 år	23,5%
1-3 år	29,4%
3-5 år	29,8%
5-10 år	14,5%
Over 10 år	0,5%
Øvrige inkl. likvide	2,3%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,72
Standardafvigelse	2,52
Tracking error	1,68
Information Ratio	÷ 1,07
Sharpe Ratio (benchm.)	1,85
Standardafvigelse (benchm.)	1,92

## Pohjoisen Yrityslainat, osuuslaji EUR h

Andelsklasse under Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL

### Vurdering af resultatet

Det markante fald i de europæiske statsobligationsrenter var også med til at presse de nordiske statsrenter ned og var en af de positive bidragsydere til det samlede afkast i 2016. Andelsklassens strategi om kun at have moderat renterisiko – ca. 1,5 år – viste sig imidlertid at blive dyr relativt set i størstedelen af året. Overvægten af efterstillede obligationer udstedt af banker og forsikringsselskaber bidrog generelt positivt til de høje kreditspænd og den relativt lange løbetid. Mange af disse papirer gav et afkast på 10 pct. eller mere, selvom der var store udsving. Andelsklassen havde også eksponering mod det konkursramte danske selskab Hesa-light. Det undersøges i øjeblikket, om selskabet har begået ulovligheder. Vores position er blevet næsten fuldt afskrevet, og positionen bidrog negativt med ca. 0,5 procentpoint til andelsklassens afkast.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Det nordiske marked vil kun være påvirket af nogle få af de internationale begivenheder, som vi forventer vil udløse markedsudsving i 2017. Disse begivenheder omfatter bl.a. nationale valg og mulige ændringer til ECBs program for opkøb af virksomhedsobligationer. De nordiske banker er desuden yderst velkonsoliderede både i absolutte og relative tal. De nordiske selskaber er dog typisk eksponeret mod internationale markeder, og skuffende økonomisk vækst i Europa eller globalt udgør en risiko. Markant højere renter ville formentlig gøre virksomhedsobligationers merrente mindre attraktive for investorerne og samtidig ramme mange private husholdninger, ejendomsmæglere og selskaber med svage balancer, selvom det relative resultat i tilfælde af højere renter ville være positivt givet andelsklassens begrænsede renterisiko. Andelsklassens eksponering mod efterstillede obligationer indebærer, at en markant lavere risikofillighed vil få negativ indvirkning på afkastet.

### Forventninger til markedet samt strategi

Generelt ser vi fortsat værdi i mellemstore nordiske selskaber med kreditvurderinger på BB til BBB. Selskaber med en kreditvurdering på A er som altid ganske sikre papirer, men der er fortsat meget begrænsede afkastforventninger for disse investeringer. Vi ser fortsat værdi i efterstillede obligationer fra stærke selskaber banker forsikringsselskaber generelt, men vi understreger, at obligationsspecifikke risici skal evalueres grundigt især i disse segmenter. Generelt forventer vi, at selskabsspecifikke forhold vil blive afgørende i 2017. Således forventer vi, at sektor- og obligationsvalg også bliver vigtigt i 2017. Vi mener fortsat, at moderat renterisiko vil være at foretrække til trods for, at denne strategi genererede et negativt relativt afkast i 2016.

Strammere bankregulering har fortsat en negativ indvirkning på likviditet i obligationerne, hvilket medfører forøget markedsudsving. Vi forventer en øget risiko for større udsving i kurserne på nordiske virksomhedsobligationer. Perioder med store udsving kan også være en mulighed for at foretage nye investeringer på attraktive kursniveauer.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Pohjoisen Yrityslainat, osuuslaji EUR h

Andelsklasse under Nordiske Virksomhedsobligationer – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	2013	2014	2015	2016
Afkast i EUR (pct.)*	-	2,03	3,44	÷0,06	2,42
Benchmarkafkast i EUR (pct.)*	-	1,77	6,57	0,21	4,48
Sharpe Ratio i EUR	-	-	-	-	0,72
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	10,20	10,55	10,55	10,80
Nettoreultat (t.DKK)*	-	865	5.857	÷2.918	17.140
Administrationsomkostninger (pct.)	-	0,88	0,89	0,89	0,89
Investorerers formue (t.DKK)	-	49.163	695.266	898.701	847.960
Antal andele	-	645.898	8.847.007	11.417.916	10.557.297
Stykstørrelse i DKK	-	10	10	10	10

\* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

<b>KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK</b>	<b>1.1.-31.12.2016</b>	<b>1.1.-31.12.2015</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen	27.113	÷1.486
Klassenspecifikke transaktioner:		
Terminforretninger	÷2.160	5.546
Administrationsomkostninger	7.813	6.978
<b>Klassens resultat</b>	<b>17.140</b>	<b>÷2.918</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorerers formue primo	898.701	695.266
Emissioner i året	23.784	235.214
Indløsninger i året	÷92.068	÷29.783
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	404	921
Overførsel af periodens resultat	17.140	÷2.918
<b>Investorerers formue ultimo</b>	<b>847.960</b>	<b>898.701</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	11.417.916	8.847.007
Emissioner i året	296.979	2.947.306
Indløsninger i året	÷1.157.598	÷376.397
<b>Andele ultimo året</b>	<b>10.557.297</b>	<b>11.417.916</b>

## *Norske Korte Obligationer – Akkumulerende KL*

Investerer i primært obligationer, pengemarkedsinstrumenter og indskud i kreditinstitutter denomineret i norske kroner.

Afdelingen udbydes i to andelsklasser:

- Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK
- Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK I

Afdelingens ledelsesberetning og det samlede regnskab omfattende resultat af investeringer m.m., som foretages fælles for klasserne, samt resultat af klassernes egne valutaafdækninger og omkostninger findes på de følgende sider:

Noter for de enkelte klasser findes også på de følgende sider:

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

## Norske Korte Obligationer – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 NOK	1.000 NOK		1.000 NOK	1.000 NOK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	24.379	9.432	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	0	1	Indestående i depotselskab	35.608	49.474
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>24.379</b>	<b>9.431</b>	<b>I alt likvide midler</b>	<b>35.608</b>	<b>49.474</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab:</b>			<b>Obligationer:</b>		
Obligationer	21.673	÷9.587	Not. obl. fra danske udstedere	10.128	0
Valutakonti	3	÷44	Not. obl. fra udl. udstedere	1.489.324	673.813
4 Handelsomkostninger	÷10	÷56	Unoterede obligationer	121.437	0
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>21.667</b>	<b>÷9.686</b>	<b>I alt obligationer</b>	<b>1.620.890</b>	<b>673.813</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>46.046</b>	<b>÷255</b>	<b>Andre aktiver:</b>		
5 Administrationsomkostninger	2.023	714	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	4.237	1.507
<b>Resultat før skat</b>	<b>44.022</b>	<b>÷969</b>	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>4.237</b>	<b>1.507</b>
Skat	0	0	<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.660.735</b>	<b>724.794</b>
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>44.022</b>	<b>÷969</b>	<b>Passiver</b>		
<b>Resultatdisponering</b>			6 Investorers formue	1.659.892	709.829
Overført til formuen	44.022	÷969	<b>Anden gæld:</b>		
<b>I alt disponeret</b>	<b>44.022</b>	<b>÷969</b>	Skyldige omkostninger	43	49
			Mellemvær. vedr. handelsafv.	800	14.917
			<b>I alt anden gæld</b>	<b>843</b>	<b>14.966</b>
			<b>Passiver i alt</b>	<b>1.660.735</b>	<b>724.794</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	2013	2014	2015	2016
Nettoresultat (t.NOK)*	-	6.026	18.345	÷969	44.022
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	0,00	0,00	0,00	0,00
Investorers formue (t.NOK)	-	588.026	394.687	709.829	1.659.892

\* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

## Norske Korte Obligationer – Akkumulerende KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

Note 1: Renteindtægter i 1.000 NOK	2016	2015
Indestående i depotselskab	218	155
Noterede obligationer fra danske udstedere	303	0
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	22.806	9.277
Unoterede obligationer	1.052	0
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>24.379</b>	<b>9.432</b>

Note 2: Renteudgifter i 1.000 NOK	2016	2015
Andre renteudgifter	0	1
<b>I alt renteudgifter</b>	<b>0</b>	<b>1</b>

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 NOK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	76	0
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	21.265	÷9.587
Unoterede obligationer	332	0
Valutakonti	3	÷44
Handelsomkostninger	÷10	÷56
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>21.667</b>	<b>÷9.686</b>

Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 NOK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷10	÷56
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>÷10</b>	<b>÷56</b>

Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 NOK	2016		2015	
	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.
Managementhonorar	1.154	0	422	0
Fast administrationshonorar	869	0	292	0
I alt opdelte adm.omk.	2.023	0	714	0
<b>I alt adm.omkostninger</b>		<b>2.023</b>		<b>714</b>

Note 6: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 NOK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 NOK
Investorers formue primo		709.829		394.687
Emissioner i året		1.406.046		552.724
Indløsninger i året		÷500.959		÷237.008
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		954		395
Overførsel af periodens resultat		44.022		÷969
<b>I alt investoreernes formue</b>		<b>1.659.892</b>		<b>709.829</b>

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	90,3	94,9
Øvrige finansielle instrumenter	7,3	0,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>97,7</b>	<b>94,9</b>
Øvrige aktiver og passiver	2,3	5,1
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank	Markedsværdi	
Navn	2016	2015
Danske Bank A/S 13/23 FRN C SUB	10.128	10.052



## Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK

Andelsklasse under Norske Korte Obligationer – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindekset – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Da andelsklassen investerer i obligationer, pengemarkedsinstrumenter og indskud i kreditinstitutter denomineret i norske kroner, har andelsklassen investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den norske rente.

### Markedet

2016 blev et begivenhedsrigt år, idet året startede med bekymringer for recession i USA, delvist på grund af en styrket USD, og ikke mindst på grund af kollapset i energiinvesteringerne som konsekvens af det store fald i olieprisen. Renterne reagerede over en bred kam med at falde grundet de negative vækstforventninger. Dette billede blev yderligere forstærket af det overraskende nej til EU fra britisk side ved folkeafstemningen i juni. Da den europæiske centralbank (ECB) samtidig i hele perioden, via deres obligationsopkøbsprogram opkøbte store mængder obligationer for at stimulere økonomien, faldt renterne løbende. Ved årets afslutning var krisefrygten afløst af spirende vækstforventninger. Trumps

overraskende valgsejr resulterede kortvarigt i aktiekursfald og faldende renter. Hurtigt ændredes markedsstemningen. Optimisme og fornyet tro på økonomisk vækst, samt stigende inflation medførte stigende aktiekurser og stigende renter mod slutningen af året.

I Norge klarede økonomien sig bedre end mange havde frygtet oven på det kraftige fald i olieprisen. Olieprisen nåede sit lavpunkt i starten af 2016, men steg til tæt på det dobbelte i løbet af året. Den 3-årige norske obligationsrente steg fra 0,99 pct. i begyndelsen af 2016 til 1,37 pct. ved årets udgang. Merrenten i forhold til tilsvarende statsobligationer (kreditspændet), som norske banker betaler for at låne penge i markedet, faldt kraftigt i første halvår og lå derefter nogenlunde uændret i andet halvår.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et positivt afkast på 3,90 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 0,54 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således meget tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet positiv renteutvikling i forhold til vores forventninger og lavere merrente i forhold til sammenlignelige statsobligationer.

### Vurdering af resultatet

Andelsklassen klarede sig bedre end benchmark primært takket være en eksponering mod virksomhedsobligationer frem for statsobligationer, da kreditspændene faldt markant i 2016.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Vi forventer, at den spirende vækst i verdensøkonomien vil fortsætte i 2017 – men dog ikke uden forhindringer. De ekstremt lave renter, som verdens centralbanker har fastholdt, ser nu ud til at nærme sig sin afslutning. Den amerikanske centralbank (Fed) har signaleret en ende på den lempelige pengepolitik, ved som ventet at hæve renten med 0,25 procentpoint i december 2016. ECB har dog omvendt signaleret

#### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Oktober 2013
Risikoindeks (1-7): 2
Benchmark: STX1 – Oslo Børs Statsobligasjonsindeks, fixed duration 0,25 year
Fondskode: DK0060517746
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

#### Varigheder

0-1 år	97,9%
Øvrige inkl. likvide	2,1%

#### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,68
Standardafvigelse	1,38
Tracking error	1,39
Information Ratio	1,11
Sharpe Ratio (benchm.)	+5,01
Standardafvigelse (benchm.)	0,12

## Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK

Andelsklasse under Norske Korte Obligationer – Akkumulerende KL

uforandrede renter og forlænget deres opkøbsprogram af obligationer, så det nu kommer til at løbe gennem hele 2017. En bedring af de økonomiske udsigter forventes at medføre stigende renter. Det kan påvirke andelsklassens afkast negativt. Omvendt vil en svagere økonomisk vækst og inflation kunne forlænge centralbankernes lempelige pengepolitik og herved påvirke afkastet i positiv retning.

Desuden vil udsving i olieprisen fortsat være en betydelig risiko for udviklingen i norsk økonomi.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer overordnet vækst i verdensøkonomien og svagt stigende renter. Specielt ventes de amerikanske renter at stige. ECB har tidligere udmeldt en lempelig pengepolitik for 2017, så i Europa og Norge forventer vi kun mindre udsving i forhold til renteniveauet ved udgangen af 2016.

Vi forventer, at norsk økonomi i vid udstrækning er kommet sig oven på chokket over den faldende oliepris, dog forventes det, at 2017 igen blive et svært år for de olierelaterede brancher.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK

Andelsklasse under Norske Korte Obligationer – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatoppgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	2013	2014	2015	2016
Afkast i NOK (pct.)*	-	0,57	3,85	÷0,34	3,90
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	0,34	1,33	0,88	0,54
Sharpe Ratio i NOK	-	-	-	-	0,68
Indre verdi (DKK pr. andel)	-	100,57	104,44	104,09	108,15
Nettoreultat (t.NOK)*	-	87	635	÷125	2.745
Administrationsomkostninger (pct.)	-	0,44	0,43	0,43	0,43
Investorers formue (t.NOK)	-	15.103	39.224	68.633	93.848
Antal andele	-	150.167	375.546	659.367	867.747
Stykstørrelse i DKK	-	100	100	100	100

\* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

<b>KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 NOK</b>	<b>1.1.-31.12.2016</b>	<b>1.1.-31.12.2015</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen	3.065	50
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	320	175
<b>Klassens resultat</b>	<b>2.745</b>	<b>÷125</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 NOK</b>		
Investorers formue primo	68.633	39.224
Emissioner i året	94.003	32.734
Indløsninger i året	÷71.616	÷3.217
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	83	18
Overførsel af periodens resultat	2.745	÷125
<b>Investorers formue ultimo</b>	<b>93.848</b>	<b>68.633</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	659.367	375.546
Emissioner i året	880.983	314.566
Indløsninger i året	÷672.602	÷30.745
<b>Andele ultimo året</b>	<b>867.747</b>	<b>659.367</b>

## Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK I

Andelsklasse under Norske Korte Obligationer – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Da andelsklassen investerer i obligationer, pengemarkedsinstrumenter og indskud i kreditinstitutter denomineret i norske kroner, har andelsklassen investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i den norske rente.

### Markedet

2016 blev et begivenhedsrigt år, idet året startede med bekymringer for recession i USA, delvist på grund af en styrket USD, og ikke mindst på grund af kollapset i energiinvesteringerne som konsekvens af det store fald i olieprisen. Renterne reagerede over en bred kam med at falde grundet de negative vækstforventninger. Dette billede blev yderligere forstærket af det overraskende nej til EU fra britisk side ved folkeafstemningen i juni. Da den europæiske centralbank (ECB) samtidig i hele perioden, via deres obligationsopkøbsprogram opkøbte store mængder obligationer for at stimulere

økonomien, faldt renterne løbende. Ved årets afslutning var krisefrygten afløst af spirende vækstforventninger. Trumps overraskende valgsejr resulterede kortvarigt i aktiekursfald og faldende renter. Hurtigt ændredes markedsstemningen. Optimisme og fornyet tro på økonomisk vækst, samt stigende inflation medførte stigende aktiekurser og stigende renter mod slutningen af året.

I Norge klarede økonomien sig bedre end mange havde frygtet oven på det kraftige fald i olieprisen. Olieprisen nåede sit lavpunkt i starten af 2016, men steg til tæt på det dobbelte i løbet af året. Den 3-årige norske obligationsrente steg fra 0,99 pct. i begyndelsen af 2016 til 1,37 pct. ved årets udgang. Merrenten i forhold til tilsvarende statsobligationer (kreditspændet), som norske banker betaler for at låne penge i markedet, faldt kraftigt i første halvår og lå derefter nogenlunde uændret i andet halvår.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et positivt afkast på 4,19 pct. målt i NOK, mens benchmarket steg 0,54 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således meget tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet positiv renteutvikling i forhold til vores forventninger og lavere merrente i forhold til sammenlignelige statsobligationer.

### Vurdering af resultatet

Andelsklassen klarede sig bedre end benchmark primært takket være en eksponering mod virksomhedsobligationer frem for statsobligationer, da kreditspændene faldt markant i 2016.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Vi forventer, at den spirende vækst i verdensøkonomien vil fortsætte i 2017 – men dog ikke uden forhindringer: De ekstremt lave renter, som verdens centralbanker har fastholdt,

#### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: September 2013
Risikoindikator (1-7): 2
Benchmark: STX1 - Oslo Børs Statsobligasjonsindeks, fixed duration 0,25 year
Fondskode: DK0060506707
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

#### Varigheder

0-1 år	97,9%
Øvrige inkl. likvide	2,1%

#### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,88
Standardafvigelse	1,37
Tracking error	1,38
Information Ratio	1,32
Sharpe Ratio (benchm.)	+5,01
Standardafvigelse (benchm.)	0,12

## Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK I

Andelsklasse under Norske Korte Obligationer – Akkumulerende KL

ser nu ud til at nærme sig sin afslutning. Den amerikanske centralbank (Fed) har signaleret en ende på den lempelige pengepolitik, ved som ventet at hæve renten med 0,25 procentpoint i december 2016. ECB har dog omvendt signaleret uforandrede renter og forlænget deres opkøbsprogram af obligationer, så det nu kommer til at løbe gennem hele 2017. En bedring af de økonomiske udsigter forventes at medføre stigende renter. Det kan påvirke andelsklassens afkast negativt. Omvendt vil en svagere økonomisk vækst og inflation kunne forlænge centralbankernes lempelige pengepolitik og herved påvirke afkastet i positiv retning.

Desuden vil udsving i olieprisen fortsat være en betydelig risiko for udviklingen i norsk økonomi.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer overordnet vækst i verdensøkonomien og svagt stigende renter. Specielt ventes de amerikanske renter at stige. ECB har tidligere udmeldt en lempelig pengepolitik for 2017, så i Europa og Norge forventer vi kun mindre udsving i forhold til renteniveauet ved udgangen af 2016.

Vi forventer, at norsk økonomi i vid udstrækning er kommet sig oven på chokket over den faldende oliepris, dog forventes det, at 2017 igen blive et svært år for de olierelaterede brancher.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Norsk Kort Obligasjon, klasse NOK I

Andelsklasse under Norske Korte Obligationer – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	2013	2014	2015	2016
Afkast i NOK (pct.)*	-	0,96	4,13	÷0,05	4,19
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	0,55	1,33	0,88	0,54
Sharpe Ratio i NOK	-	-	-	-	0,88
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	100,96	105,13	105,08	109,48
Nettoresultat (t.NOK)*	-	5.939	17.710	÷844	41.277
Administrationsomkostninger (pct.)	-	0,17	0,15	0,15	0,15
Investorers formue (t.NOK)	-	572.923	355.463	641.195	1.566.044
Antal andele	-	5.674.853	3.381.234	6.102.122	14.304.884
Stykstørrelse i DKK	-	100	100	100	100

\* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

<b>KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 NOK</b>	<b>1.1.-31.12.2016</b>	<b>1.1.-31.12.2015</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen	42.980	÷305
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	1.703	539
<b>Klassens resultat</b>	<b>41.277</b>	<b>÷844</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Formueværdi i 1.000 NOK		
Investorers formue primo	641.195	355.463
Emissioner i året	1.312.043	519.990
Indløsninger i året	÷429.343	÷233.791
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	871	377
Overførsel af periodens resultat	41.277	÷844
<b>Investorers formue ultimo</b>	<b>1.566.044</b>	<b>641.195</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	6.102.122	3.381.234
Emissioner i året	12.167.065	4.933.505
Indløsninger i året	÷3.964.303	÷2.212.616
<b>Andele ultimo året</b>	<b>14.304.884</b>	<b>6.102.122</b>

## Nye Markeder KL

Investorerer i udenlandske aktier i selskaber, der arbejder i de nyindustrialiserede lande. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindekoren - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Afdelingen investerer fortrinsvis i aktier, der handles på markedspladser uden for developed markets-lande, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i lande uden for developed markets. Derudover kan en mindre andel investeres i aktier i selskaber, som på anden måde er afhængige af forhold uden for developed markets-lande. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på disse aktiemarkeder.

Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et aktiemarked, som er under udvikling. Investe-

ringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre valuta ud af landet eller kan gøre det med kort varsel.

### Markedet

Aktier fra de nye markeder steg i løbet af 2016. I starten af året var den lave oliepris og kursfald på kinesiske aktier med til at skabe øget usikkerhed på markedet. De fortsatte pengepolitiske lempelser fra de globale centralbanker og en markant stigning i råvarepriserne var dog med til at skabe fornyet tillid. I juni måned sendte Storbritanniens beslutning om at forlade EU chokbølger gennem de globale markeder. Aktierne rettede sig dog, da den amerikanske centralbank (Fed) udskød sine renteforhøjelser, og kinesisk økonomi viste tegn på bedring. Nogle af kursgevinsterne forsvandt imidlertid igen efter Donald Trumps overraskende sejr ved det amerikanske præsidentvalg. De fleste valutaer faldt over for den amerikanske dollar på grund af spekulation om, hvorvidt en Trump-regering vil løfte amerikansk økonomi på bekostning af den globale samhandel. På råvaresiden steg olieprisen, efter at de store producenter havde indgået en aftale om at beskære produktionen.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 14,41 pct., mens benchmark steg 14,10 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en stabilisering af råvarepriserne, fortsat lave renter og god økonomisk vækst.

### Vurdering af resultatet

I Asien bidrog en undervægt af Kina positivt til afdelingens relative afkast, hjulpet af den svage yuan. Det kinesiske marked klarede sig dårligere end regionen tynget af bekymringerne over den høje gældsætning i bankerne samt fortsat kapitaludstrømning, som tvang myndighederne til at stramme

### Afdelingens profil

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: April 1992
Risikoindeks (1-7): 6
Benchmark: MSCI Emerging Markets inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0015710602
Porteføljeradgiver: Aberdeen Asset Managers Limited

### Landefordeling

Indien	16,6%
Brasilien	12,2%
Hongkong	11,1%
Mexico	7,7%
Sydkorea	7,3%
Øvrige inkl. likvide	45,1%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,41
Standardafvigelse	14,97
Tracking error	5,17
Information Ratio	÷0,01
Sharpe Ratio (benchm.)	0,43
Standardafvigelse (benchm.)	14,60
Active share	79,64

## Nye Markeder KL

reglerne for køb af udenlandske valutaer. I Hong Kong har AIA lidt under frygten for de eventuelle negative konsekvenser disse indgreb kunne have på salget af deres livsforsikringer i Kina. Vores undervægt af Sydkorea bidrog også til det relative afkast, på grund af svækkelsen i valutaen efter en politisk skandale og rigsretssag mod præsidenten.

Vores overvægt af Filippinerne trak ned i det relative afkast, da landets vedvarende betalingsbalanceunderskud og manglende støtte til pesoen tyngede markedet. Vores store eksponering mod Indien bidrog ligeledes negativt. Markedet reagerede negativt på usikkerheden om effekten på landets økonomi af regeringens beslutning om at tage alle store pengesedler ud af omløb.

Latinamerika bidrog positivt til det relative afkast, hvilket primært kan tilskrives vores overvægt af Brasilien, hvor både markedet og valutaen klarede sig godt. Tilliden på markedet blev løftet af en økonomisk reform oven på en langvarig rigsretssag. Vores brasilianske aktier som f.eks. banken Bradesco, butikscenteroperatøren Multiplan og detailvirksomheden Lojas Renner bidrog positivt. Der var også positive bidrag fra vores investering i stålørersproducenten Tenaris og den brasilianske jernmalmsproducent Vale, som nød godt af de forbedrede udsigter på råvaremarkederne. Vores overvægt af Mexico trak ned i det relative afkast, da landets aktiemarked og pesoen blev tyngt af de negative udsigter med hensyn til Donald Trumps protektionistiske holdning. Derudover var der kursfald i Coca-Cola-tapperiet Femsa og banken Banorte som følge af usikkerhed om deres eksponering mod den indenlandske økonomi.

I de andre regioner var Rusland den bedst performende marked takket være stigende olie priser og udsigt til forbedringer af forholdet til USA efter valget af Trump. I Rusland bidrog Lukoil positivt til det relative afkast som følge af bedre udsigter for olieprisen og fremgang i selskabets regnskab for andet kvartal. Overvægten i Tyrkiet trak ned i afdelingens relative afkast resultat, da såvel aktiemarkedet som liraen var tyngt af politisk usikkerhed og en nedjustering af landets kreditvurdering. Vores aktievalg trak ned i resultatet bl.a. grundet et svag kursudvikling i BIM, Akbank og Garanti.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Aktier i emerging markets kan komme under pres som følge af en styrket dollar samt udsigten til protektionistiske tiltag fra den amerikanske præsident, Donald Trump. En stærkere dollar kan gøre livet svært for lande med stor udenlandsk gæld, herunder Brasilien, Rusland og Tyrkiet. De fleste udviklingslande er dog langt mindre sårbare, end de var for blot

et par år siden, som følge af mærkbart forbedrede betalingsbalancer og styrkede valutaeserver. Det kan give et mere stabilt fundament, så selskaber i porteføljen kan fokusere på omkostningsstyring og indtjeningsvækst.

Hvis Trump holder sine valgløfter og lukker døren for global samhandel, kan det tynde de eksportafhængige markeder. Vores portefølje er imidlertid mindre eksponeret mod eksportorienterede aktier. Den har i stedet fokus på selskaber med primært indenlandske aktiviteter, som måske vil nyde godt af et skifte mod mere forbrugsbaseret vækst.

Politisk instabilitet er fortsat en risikofaktor for investortilliden. Brasilien oplevede et turbulent år, som især var præget af rigsretssagen mod præsident Dilma Rousseff. Der er fortsat anklager om korruption imod den nuværende regering, så stabiliteten har endnu ikke indfundet sig. Tyrkiet har også haft en række udfordringer, herunder flere terrorangreb og et forsøg på statskup. Når det er sagt, så medfører vores fokus på aktievalg, at vi generelt investerer i veldrevne selskaber med stærke balancer, som kan hjælpe dem igennem eventuelle udfordringer.

### Forventninger til markedet samt strategi

De nye markeder ventes at komme under fornyet pres efter Donald Trumps valgsejr, som har styrket dollaren og skabt usikkerhed om potentielle protektionistiske tiltag. Selvom der fortsat hersker usikkerhed om virkningen af hans politik på længere sigt, så synes de fleste nye markeder i dag godt rustet til at overkomme de udfordringer, der måtte komme. Mange af vores selskaber er markedsførende og har tidligere klaret sig igennem kriseperioder, og der tages skridt til at styrke marginerne i form af strammere omkostningsstyring.

Vi har fortsat primært overvægt af indenlandsk orienterede virksomheder inden for f.eks. finans og konsumentvarer. Den finansielle sektor, som er repræsentant for økonomisk vækst, vil formentlig drage fordel af en voksende middelklasse samt på længere sigt af den lave udbredelse af finansielle produkter. Afdelingen undervægter den cykliske it-sektor, der med stadigt kortere produktlevetider kan få svært ved at øge indtjeningen.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.



## Nye Markeder KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	735	106	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	41	58	Indestående i depotselskab	24.298	19.478
3 Udbytter	61.615	75.478	<b>I alt likvide midler</b>	<b>24.298</b>	<b>19.478</b>
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>62.308</b>	<b>75.527</b>	<b>Kapitalandele:</b>		
4 <b>Kursgevinster og -tab:</b>			Not. aktier fra udl. selskaber	2.519.717	2.166.586
Kapitalandele	212.565	÷60.843	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>2.519.717</b>	<b>2.166.586</b>
Valutakonti	÷4.384	3.375	<b>Andre aktiver:</b>		
Øvrige aktiver/passiver	29	46	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	4.829	3.797
5 Handelsomkostninger	÷635	÷954	Mellemvær. vedr. handelsafv.	75	6.835
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>207.575</b>	<b>÷58.377</b>	Aktuelle skatteaktiver	698	668
<b>I alt indtægter</b>	<b>269.883</b>	<b>17.150</b>	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>5.602</b>	<b>11.299</b>
6 Administrationsomkostninger	35.902	44.606	<b>Aktiver i alt</b>	<b>2.549.617</b>	<b>2.197.364</b>
<b>Resultat før skat</b>	<b>233.981</b>	<b>÷27.456</b>	<b>Passiver</b>		
7 Skat	5.003	6.700	9 <b>Investorerers formue</b>	<b>2.548.548</b>	<b>2.197.196</b>
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>228.978</b>	<b>÷34.157</b>	<b>Anden gæld:</b>		
<b>Resultatdisponering</b>			Skyldige omkostninger	698	168
Foreslået udlodning	201.720	344.574	Mellemvær. vedr. handelsafv.	371	0
Overført til udlodning næste år	811	732	<b>I alt anden gæld</b>	<b>1.069</b>	<b>168</b>
8 <b>Disponeret i alt vedr. udlodning</b>	<b>202.531</b>	<b>345.306</b>	<b>Passiver i alt</b>	<b>2.549.617</b>	<b>2.197.364</b>
Overført til formuen	26.447	÷379.463			
<b>I alt disponeret</b>	<b>228.978</b>	<b>÷34.157</b>			

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	24,06	÷11,42	10,36	÷4,70	14,41
Benchmarkafkast (pct.)	16,86	÷6,82	11,18	÷5,02	14,10
Sharpe Ratio	1,10	0,03	0,49	÷0,16	0,41
Indre værdi (DKK pr. andel)	334,28	287,17	291,60	255,06	248,89
Nettoresultat (t.DKK)	877.040	÷523.949	343.071	÷34.157	228.978
Udbytte (DKK pr. andel)	10,00	23,30	28,90	40,00	19,70
Administrationsomkostninger (pct.)	1,51	1,54	1,56	1,62	1,70
ÅOP	1,85	1,88	1,88	1,87	1,88
Omsætningshastighed (antal gange)	0,00	0,03	0,00	0,02	0,02
Investorerers formue (t.DKK)	4.725.430	3.542.643	2.948.658	2.197.196	2.548.548
Antal andele	14.136.237	12.336.610	10.111.936	8.614.358	10.239.588
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

## Nye Markeder KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

#### Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK

	2016	2015
Indestående i depotselskab	735	106
I alt renteindtægter	735	106

#### Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK

	2016	2015
Andre renteudgifter	41	58
I alt renteudgifter	41	58

#### Note 3: Udbytter i 1.000 DKK

	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	61.615	75.478
I alt udbytter	61.615	75.478

#### Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK

	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	212.565	÷60.843
Valutakonti	÷4.384	3.375
Øvrige aktiver/passiver	29	46
Handelsomkostninger	÷635	÷954
I alt kursgevinster og -tab	207.575	÷58.377

#### Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK

	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷3.332	÷2.332
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	2.697	1.377
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷635	÷954

#### Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK

	2016		2015	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	275	0	453	0
Managementhonorar	32.676	0	40.304	0
Fast administrationshonorar	2.951	0	3.850	0
I alt opdeltede adm.omk.	35.902	0	44.606	0
I alt adm.omkostninger		35.902		44.606

#### Note 7: Skat i 1.000 DKK

	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	5.003	6.700
I alt skat	5.003	6.700

#### Note 8: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK 2016 2015

Renter og udbytter	62.308	75.527
Ikke refunderbar udbytteskat	÷5.003	÷6.700
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	÷45	÷592
Kursgevinst til udlodning	131.957	352.141
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	55.015	÷34.544
Udlodning overført fra sidste år	732	380
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	244.964	386.211
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	35.902	44.606
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷6.532	3.701
I alt til rådighed for udlodning, netto	202.531	345.306

#### Note 9: Investorers formue 2016 2015

	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerens formue primo	8.614.358	2.197.196	10.111.936	2.948.658
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		÷344.574		÷292.235
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		8.056		15.098
Emissioner i året	4.490.711	1.091.498	393.005	105.787
Indløsninger i året	÷2.865.481	÷636.135	÷1.890.583	÷547.482
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		3.529		1.526
Foreslået udlodning		201.720		344.574
Overførsel af periodens resultat		26.447		÷379.463
Overført til udlodning næste år		811		732
I alt investorerens formue	10.239.588	2.548.548	8.614.358	2.197.196

### Supplerende noter

	2016	2015
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,9	98,6
I alt finansielle instrumenter	98,9	98,6
Øvrige aktiver og passiver	1,1	1,4
I alt	100,0	100,0

## *Nye Markeder – Akkumulerende KL*

Investerer i udenlandske aktier i selskaber, der arbejder i de nyindustrialiserede lande. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Afdelingen udbydes i tre andelsklasser:

- Global Emerging Markets, klasse NOK
- Global Emerging Markets, Osuuslaji EUR
- Nye Markeder – Akkumulerende, klasse DKK

Afdelingens ledelsesberetning og det samlede regnskab omfattende resultat af investeringer m.m., som foretages fælles for klasserne, samt resultat af klassernes egne valutaafdækninger og omkostninger findes på de følgende sider:

Noter for de enkelte klasser findes også på de følgende sider:

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

## Nye Markeder – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	114	85	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	106	104	Indestående i depotselskab	38.684	23.739
3 Udbytter	26.759	32.051	I alt likvide midler	38.684	23.739
I alt renter og udbytter	26.767	32.032	<b>Kapitalandele:</b>		
4 <b>Kursgevinster og -tab:</b>			Not. aktier fra udl. selskaber	1.287.237	1.045.711
Kapitalandele	61.494	÷28.537	I alt kapitalandele	1.287.237	1.045.711
Valutakonti	÷5.069	8.854	<b>Andre aktiver:</b>		
Øvrige aktiver/passiver	88	÷3	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	2.438	1.838
5 Handelsomkostninger	0	0	Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	334
I alt kursgevinster og -tab	56.513	÷19.686	Aktuelle skatteaktiver	317	296
I alt indtægter	83.281	12.346	I alt andre aktiver	2.755	2.468
6 Administrationsomkostninger	16.878	20.300	<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.328.676</b>	<b>1.071.918</b>
<b>Resultat før skat</b>	<b>66.403</b>	<b>÷7.954</b>	<b>Passiver</b>		
7 Skat	2.216	2.928	8 Investorers formue	1.322.249	1.070.341
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>64.186</b>	<b>÷10.883</b>	<b>Anden gæld:</b>		
<b>Resultatdisponering</b>			Skyldige omkostninger	383	115
Overført til formuen	64.186	÷10.883	Mellemvær. vedr. handelsafv.	6.044	1.462
<b>I alt disponeret</b>	<b>64.186</b>	<b>÷10.883</b>	I alt anden gæld	6.427	1.577
			<b>Passiver i alt</b>	<b>1.328.676</b>	<b>1.071.918</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Nettoresultat (t.DKK)	187.559	÷115.628	107.278	÷10.883	64.186
Omsætningshastighed (antal gange)	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00
Investorerers formue (t.DKK)	1.166.345	894.119	1.332.386	1.070.341	1.322.249

## Nye Markeder – Akkumulerende KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	114	85
I alt renteindtægter	114	85

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	106	104
I alt renteudgifter	106	104

Note 3: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	26.759	32.051
I alt udbytter	26.759	32.051

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	61.494	÷28.537
Vælutakonti	÷5.069	8.854
Øvrige aktiver/passiver	88	÷3
I alt kursgevinster og -tab	56.513	÷19.686

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷2.534	÷1.871
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	2.534	1.871
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	0	0

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	119	0	195	0
Managementhonorar	15.139	0	18.193	0
Fast administrationshonorar	1.620	0	1.912	0
I alt opdelte adm.omk.	16.878	0	20.300	0
I alt adm.omkostninger		16.878		20.300

Note 7: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	2.216	2.928
I alt skat	2.216	2.928

Note 8: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo		1.070.341		1.332.386
Emissioner i året		883.407		394.162
Indløsninger i året		÷699.714		÷648.150
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		4.028		2.825
Overførsel af periodens resultat		64.186		÷10.883
I alt investorenes formue		1.322.249		1.070.341

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,4	97,7
I alt finansielle instrumenter	97,4	97,7
Øvrige aktiver og passiver	2,6	2,3
I alt	100,0	100,0

## Global Emerging Markets, klasse NOK

Andelsklasse under Nye Markeder – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer fortrinsvis i aktier, der handles på markedspladser uden for developed markets-lande, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i lande uden for developed markets. Derudover kan en mindre andel investeres i aktier i selskaber, som på anden måde er afhængige af forhold uden for developed markets-lande. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på disse aktiemarkeder. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et aktiemarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre valuta ud af landet eller kan gøre det med kort varsel.

### Markedet

Aktier fra de nye markeder steg i løbet af 2016. I starten af året var den lave oliepris og kursfald på kinesiske aktier med til at skabe øget usikkerhed på markedet. De fortsatte pengepolitiske lempelser fra de globale centralbanker og en markant stigning i råvarepriserne var dog med til at skabe fornyet tillid. I juni måned sendte Storbritanniens beslutning om at forlade EU chokbølger gennem de globale markeder. Aktierne rettede sig dog, da den amerikanske centralbank (Fed) udskød sine renteforhøjelser, og kinesisk økonomi viste tegn på bedring. Nogle af kursgevinsterne forsvandt imidlertid igen efter Donald Trumps overraskende sejr ved det amerikanske præsidentvalg. De fleste valutaer faldt over for den amerikanske dollar på grund af spekulation om, hvorvidt en Trump-regering vil løfte amerikansk økonomi på bekostning af den globale samhandel. På råvaresiden steg olieprisen, efter at de store producenter havde indgået en aftale om at beskære produktionen.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et afkast på 8,67 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 8,13 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en stabilisering af råvarepriserne, fortsat lave renter og god økonomisk vækst.

### Vurdering af resultatet

I Asien bidrog en undervægt af Kina positivt til andelsklassens relative afkast, hjulpet af den svage yuan. Det kinesiske marked klarede sig dårligere end regionen tyngt af bekymringerne over den høje gældsætning i bankerne samt fortsat kapitaludstrømning, som tvang myndighederne til at stramme reglerne for køb af udenlandske valutaer. I Hong Kong har AIA lidt under frygten for de eventuelle negative konsekvenser disse indgreb kunne have på salget af deres livsforsikringer i Kina. Vores undervægt af Sydkorea bidrog også til det relative afkast, på grund af svækkelsen i valutaen efter en politisk skandale og rigsretssag mod præsidenten.

### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Juni 2014
Risikoindikator (1-7): 5
Benchmark: MSCI Emerging Markets Net Total return measured in NOK
Fondskode: DK0060563930
Porteføljeraðgiver: Aberdeen Asset Managers Limited

### Landefordeling

Indien	17,0%
Brasilien	11,6%
Hongkong	10,3%
Mexico	7,4%
Sydkorea	7,0%
Øvrige inkl. likvide	46,7%

### Nøgletal for risiko

Active share	79,71
--------------	-------

## Global Emerging Markets, klasse NOK

Andelsklasse under Nye Markeder – Akkumulerende KL

Vores overvægt af Filippinerne trak ned i det relative afkast, da landets vedvarende betalingsbalanceunderskud og manglende støtte til pesoen tyngede markedet. Vores store eksponering mod Indien bidrog ligeledes negativt. Markedet reagerede negativt på usikkerheden om effekten på landets økonomi af regeringens beslutning om at tage alle store pengesedler ud af omløb.

Latinamerika bidrog positivt til det relative afkast, hvilket primært kan tilskrives vores overvægt af Brasilien, hvor både markedet og valutaen klarede sig godt. Tilliden på markedet blev løftet af en økonomisk reform oven på en langvarig rigsretssag. Vores brasilianske aktier som f.eks. banken Bradesco, butikscenteroperatøren Multiplan og detailvirksomheden Lojas Renner bidrog positivt. Der var også positive bidrag fra vores investering i stålrørsproducenten Tenaris og den brasilianske jernmalmsproducent Vale, som nød godt af de forbedrede udsigter på råvaremarkederne. Vores overvægt af Mexico trak ned i det relative afkast, da landets aktiemarked og pesoen blev tyngt af de negative udsigter med hensyn til Donald Trumps protektionistiske holdning. Derudover var der kursfald i Coca-Cola-tapperiet Femsa og banken Banorte som følge af usikkerhed om deres eksponering mod den indenlandske økonomi.

I de andre regioner var Rusland den bedst performende marked takket være stigende olie priser og udsigt til forbedringer af forholdet til USA efter valget af Trump. I Rusland bidrog Lukoil positivt til det relative afkast som følge af bedre udsigter for olieprisen og fremgang i selskabets regnskab for andet kvartal. Overvægten i Tyrkiet trak ned i andelsklassens relative afkast resultat, da såvel aktiemarkedet som liraen var tyngt af politisk usikkerhed og en nedjustering af landets kreditvurdering. Vores aktievalg trak ned i resultatet bl.a. grundet et svag kursudvikling i BIM, Akbank og Garanti.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Aktier i emerging markets kan komme under pres som følge af en styrket dollar samt udsigten til protektionistiske tiltag fra den amerikanske præsident, Donald Trump. En stærkere dollar kan gøre livet svært for lande med stor udenlandsk gæld, herunder Brasilien, Rusland og Tyrkiet. De fleste udviklingslande er dog langt mindre sårbare, end de var for blot et par år siden, som følge af mærkbart forbedrede betalingsbalancer og styrkede valutareserver. Det kan give et mere stabilt fundament, så selskaber i porteføljen kan fokusere på omkostningsstyring og indtjeningsvækst.

Hvis Trump holder sine valgløfter og lukker døren for global samhandel, kan det tynde de eksportafhængige markeder. Vores portefølje er imidlertid mindre eksponeret mod eksportorienterede aktier. Den har i stedet fokus på selskaber med primært indenlandske aktiviteter, som måske vil nyde godt af et skifte mod mere forbrugsbaseret vækst.

Politisk instabilitet er fortsat en risikofaktor for investortilliden. Brasilien oplevede et turbulent år, som især var præget af rigsretssagen mod præsident Dilma Rousseff. Der er fortsat anklager om korruption imod den nuværende regering, så stabiliteten har endnu ikke indfundet sig. Tyrkiet har også haft en række udfordringer, herunder flere terrorangreb og et forsøg på statskup. Når det er sagt, så medfører vores fokus på aktievalg, at vi generelt investerer i veldrevne selskaber med stærke balancer, som kan hjælpe dem igennem eventuelle udfordringer.

### Forventninger til markedet samt strategi

De nye markeder ventes at komme under fornyet pres efter Donald Trumps valgsejr, som har styrket dollaren og skabt usikkerhed om potentielle protektionistiske tiltag. Selvom der fortsat hersker usikkerhed om virkningen af hans politik på længere sigt, så synes de fleste nye markeder i dag godt rustet til at overkomme de udfordringer, der måtte komme. Mange af vores selskaber er markedsførende og har tidligere klarer sig igennem kriseperioder, og der tages skridt til at styrke marginerne i form af strammere omkostningsstyring.

Vi har fortsat primært overvægt af indenlandsk orienterede virksomheder inden for f.eks. finans og konsumentvarer. Den finansielle sektor, som er repræsentant for økonomisk vækst, vil formentlig drage fordel af en voksende middelklasse samt på længere sigt af den lave udbredelse af finansielle produkter. Andelsklassen undervægter den cykliske it-sektor, der med stadigt kortere produktlevetider kan få svært ved at øge indtjeningen.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Global Emerging Markets, klasse NOK

Andelsklasse under Nye Markeder – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	2014	2015	2016
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	11,65	0,84	8,67
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	15,18	0,45	8,13
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	111,65	112,58	122,35
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	557	÷8.040	11.944
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	1,92	1,94	1,93
Investorers formue (t.DKK)	-	-	161.204	155.023	205.886
Antal andele	-	-	1.759.182	1.774.115	2.054.699
Stykstørrelse i DKK	-	-	100	100	100

\* 2014 dækker en periode på mindre end 12 måneder

<b>KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK</b>	<b>1.1.-31.12.2016</b>	<b>1.1.-31.12.2015</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen	14.822	÷4.754
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	2.877	3.287
<b>Klassens resultat</b>	<b>11.944</b>	<b>÷8.040</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorers formue primo	155.023	161.204
Emissioner i året	137.303	186.492
Indløsninger i året	÷99.183	÷185.641
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	799	1.007
Overførsel af periodens resultat	11.944	÷8.040
<b>Investorers formue ultimo</b>	<b>205.886</b>	<b>155.023</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	1.774.115	1.759.182
Emissioner i året	1.390.746	1.939.657
Indløsninger i året	÷1.110.162	÷1.924.724
<b>Andele ultimo året</b>	<b>2.054.699</b>	<b>1.774.115</b>



## Global Emerging Markets, Osuuslaji EUR

Andelsklasse under Nye Markeder – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindekset – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer fortrinsvis i aktier, der handles på markedspladser uden for developed markets-lande, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i lande uden for developed markets. Derudover kan en mindre andel investeres i aktier i selskaber, som på anden måde er afhængige af forhold uden for developed markets-lande. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på disse aktiemarkeder. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativ usikker økonomisk udvikling samt et aktiemarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre valuta ud af landet eller kan gøre det med kort varsel.

### Markedet

Aktier fra de nye markeder steg i løbet af 2016. I starten af året var den lave oliepris og kursfald på kinesiske aktier med til at skabe øget usikkerhed på markedet. De fortsatte pengepolitiske lempelser fra de globale centralbanker og en markant stigning i råvarepriserne var dog med til at skabe fornyet tillid. I juni måned sendte Storbritanniens beslutning om at forlade EU chokbølger gennem de globale markeder. Aktierne rettede sig dog, da den amerikanske centralbank (Fed) udskød sine renteforhøjelser, og kinesisk økonomi viste tegn på bedring. Nogle af kursgevinsterne forsvandt imidlertid igen efter Donald Trumps overraskende sejr ved det amerikanske præsidentvalg. De fleste valutaer faldt over for den amerikanske dollar på grund af spekulation om, hvorvidt en Trump-regering vil løfte amerikansk økonomi på bekostning af den globale samhandel. På råvaresiden steg olieprisen, efter at de store producenter havde indgået en aftale om at beskære produktionen.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et afkast på 15,13 pct. målt i EUR, mens benchmark steg 14,51 pct. målt i EUR. Andelsklassens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en stabilisering af råvarepriserne, fortsat lave renter og god økonomisk vækst.

### Vurdering af resultatet

I Asien bidrog en undervægt af Kina positivt til andelsklassens relative afkast, hjulpet af den svage yuan. Det kinesiske marked klarede sig dårligere end regionen tynget af bekymringerne over den høje gældsætning i bankerne samt fortsat kapitaludstrømning, som tvang myndighederne til at stramme reglerne for køb af udenlandske valutaer. I Hong Kong har AIA lidt under frygten for de eventuelle negative konsekvenser disse indgreb kunne have på salget af deres livsforsikringer i Kina. Vores undervægt af Sydkorea bidrog også til det relative afkast, på grund af svækkelsen i valutaen efter en politisk skandale og rigsretssag mod præsidenten.

### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: August 2014
Risikoindeks (1-7): 6
Benchmark: MSCI Emerging Markets inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0060564151
Porteføljerådgiver: Aberdeen Asset Managers Limited

### Landefordeling

Indien	17,0%
Brasilien	11,6%
Hongkong	10,3%
Mexico	7,4%
Sydkorea	7,0%
Øvrige inkl. likvide	46,7%

### Nøgletal for risiko

Active share	79,71
--------------	-------

## Global Emerging Markets, Osuuslaji EUR

### Andelsklasse under Nye Markeder – Akkumulerende KL

Vores overvægt af Filippinerne trak ned i det relative afkast, da landets vedvarende betalingsbalanceunderskud og manglende støtte til pesoen tyngede markedet. Vores store eksponering mod Indien bidrog ligeledes negativt. Markedet reagerede negativt på usikkerheden om effekten på landets økonomi af regeringens beslutning om at tage alle store pengesedler ud af omløb.

Latinamerika bidrog positivt til det relative afkast, hvilket primært kan tilskrives vores overvægt af Brasilien, hvor både markedet og valutaen klarede sig godt. Tilliden på markedet blev løftet af en økonomisk reform oven på en langvarig rigsretssag. Vores brasilianske aktier som f.eks. banken Bradesco, butikscenarieroperatøren Multiplan og detailvirksomheden Lojas Renner bidrog positivt. Der var også positive bidrag fra vores investering i stålrørsproducenten Tenaris og den brasilianske jernmalmproducent Vale, som nød godt af de forbedrede udsigter på råvaremarkederne. Vores overvægt af Mexico trak ned i det relative afkast, da landets aktiemarked og pesoen blev tynget af de negative udsigter med hensyn til Donald Trumps protektionistiske holdning. Derudover var der kursfald i Coca-Cola-tapperiet Femsa og banken Banorte som følge af usikkerhed om deres eksponering mod den indenlandske økonomi.

I de andre regioner var Rusland den bedst performende marked takket være stigende olie priser og udsigt til forbedringer af forholdet til USA efter valget af Trump. I Rusland bidrog Lukoil positivt til det relative afkast som følge af bedre udsigter for olieprisen og fremgang i selskabets regnskab for andet kvartal. Overvægten i Tyrkiet trak ned i andelsklassens relative afkast resultat, da såvel aktiemarkedet som liraen var tynget af politisk usikkerhed og en nedjustering af landets kreditvurdering. Vores aktievalg trak ned i resultatet bl.a. grundet et svag kursudvikling i BIM, Akbank og Garanti.

#### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Aktier i emerging markets kan komme under pres som følge af en styrket dollar samt udsigten til protektionistiske tiltag fra den amerikanske præsident, Donald Trump. En stærkere dollar kan gøre livet svært for lande med stor udenlandsk gæld, herunder Brasilien, Rusland og Tyrkiet. De fleste udviklingslande er dog langt mindre sårbare, end de var for blot et par år siden, som følge af mærkbart forbedrede betalingsbalancer og styrkede valutareserver. Det kan give et mere stabilt fundament, så selskaber i porteføljen kan fokusere på omkostningsstyring og indtjeningsvækst.

Hvis Trump holder sine valgløfter og lukker døren for global samhandel, kan det tynde de eksportafhængige markeder. Vores portefølje er imidlertid mindre eksponeret mod eksportorienterede aktier. Den har i stedet fokus på selskaber med primært indenlandske aktiviteter, som måske vil nyde godt af et skifte mod mere forbrugsbaseret vækst.

Politisk instabilitet er fortsat en risikofaktor for investortilliden. Brasilien oplevede et turbulent år, som især var præget af rigsretssagen mod præsident Dilma Rousseff. Der er fortsat anklager om korruption imod den nuværende regering, så stabiliteten har endnu ikke indfundet sig. Tyrkiet har også haft en række udfordringer, herunder flere terrorangreb og et forsøg på statskup. Når det er sagt, så medfører vores fokus på aktievalg, at vi generelt investerer i veldrevne selskaber med stærke balancer, som kan hjælpe dem igennem eventuelle udfordringer.

#### Forventninger til markedet samt strategi

De nye markeder ventes at komme under fornyet pres efter Donald Trumps valgsejr, som har styrket dollaren og skabt usikkerhed om potentielle protektionistiske tiltag. Selvom der fortsat hersker usikkerhed om virkningen af hans politik på længere sigt, så synes de fleste nye markeder i dag godt rustet til at overkomme de udfordringer, der måtte komme. Mange af vores selskaber er markedsførende og har tidligere klaret sig igennem kriseperioder, og der tages skridt til at styrke marginerne i form af strammere omkostningsstyring.

Vi har fortsat primært overvægt af indenlandsk orienterede virksomheder inden for f.eks. finans og konsumentvarer. Den finansielle sektor, som er repræsentant for økonomisk vækst, vil formentlig drage fordel af en voksende middelklasse samt på længere sigt af den lave udbredelse af finansielle produkter. Andelsklassen undervægtter den cykliske it-sektor, der med stadigt kortere produktlevetider kan få svært ved at øge indtjeningen.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Global Emerging Markets, Osuuslaji EUR

Andelsklasse under Nye Markeder – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	2014	2015	2016
Afkast i EUR (pct.)*	-	-	÷4,43	÷4,82	15,13
Benchmarkafkast i EUR (pct.)*	-	-	÷3,49	÷5,23	14,51
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	9,56	9,10	10,47
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	÷1.059	÷5.618	4.499
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	1,92	1,94	1,93
Investorers formue (t.DKK)	-	-	25.867	51.778	326.398
Antal andele	-	-	363.499	762.767	4.191.733
Stykstørrelse i DKK	-	-	10	10	10

\* 2014 dækker en periode på mindre end 12 måneder

<b>KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK</b>	<b>1.1.-31.12.2016</b>	<b>1.1.-31.12.2015</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen	7.142	÷4.648
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	2.642	970
<b>Klassens resultat</b>	<b>4.499</b>	<b>÷5.618</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorers formue primo	51.778	25.867
Emissioner i året	278.491	45.228
Indløsninger i året	÷9.353	÷13.859
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	982	160
Overførsel af periodens resultat	4.499	÷5.618
<b>Investorers formue ultimo</b>	<b>326.398</b>	<b>51.778</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	762.767	363.499
Emissioner i året	3.558.236	583.996
Indløsninger i året	÷129.270	÷184.727
<b>Andele ultimo året</b>	<b>4.191.733</b>	<b>762.767</b>

## Nye Markeder – Akkumulerende, klasse DKK

Andelsklasse under Nye Markeder – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer fortrinsvis i aktier, der handles på markedspladser uden for developed markets-lande, eller i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i lande uden for developed markets. Derudover kan en mindre andel investeres i aktier i selskaber, som på anden måde er afhængige af forhold uden for developed markets-lande. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på disse aktiemarkeder. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et aktiemarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre valuta ud af landet eller kan gøre det med kort varsel.

### Markedet

Aktier fra de nye markeder steg i løbet af 2016. I starten af året var den lave oliepris og kursfald på kinesiske aktier med til at skabe øget usikkerhed på markedet. De fortsatte pengepolitiske lempelser fra de globale centralbanker og en markant stigning i råvarepriserne var dog med til at skabe fornyet tillid. I juni måned sendte Storbritanniens beslutning om at forlade EU chokbølger gennem de globale markeder. Aktierne rettede sig dog, da den amerikanske centralbank (Fed) udskød sine renteforhøjelser, og kinesisk økonomi viste tegn på bedring. Nogle af kursgevinsterne forsvandt imidlertid igen efter Donald Trumps overraskende sejr ved det amerikanske præsidentvalg. De fleste valutaer faldt over for den amerikanske dollar på grund af spekulation om, hvorvidt en Trump-regering vil løfte amerikansk økonomi på bekostning af den globale samhandel. På råvaresiden steg olieprisen, efter at de store producenter havde indgået en aftale om at beskære produktionen.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et afkast på 14,97 pct., mens benchmark steg 14,10 pct. Andelsklassens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en stabilisering af råvarepriserne, fortsat lave renter og god økonomisk vækst.

### Vurdering af resultatet

I Asien bidrog en undervægt af Kina positivt til andelsklassens relative afkast, hjulpet af den svage yuan. Det kinesiske marked klarede sig dårligere end regionen tyngt af bekymringerne over den høje gældsætning i bankerne samt fortsat kapitaludstrømning, som tvang myndighederne til at stramme reglerne for køb af udenlandske valutaer. I Hong Kong har AIA lidt under frygten for de eventuelle negative konsekvenser disse indgreb kunne have på salget af deres livsforsikringer i Kina. Vores undervægt af Sydkorea bidrog også til det relative afkast, på grund af svækkelsen i valutaen efter en politisk skandale og rigsretssag mod præsidenten.

### Andelsklassens profil

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Juni 2006
Risikoindikator (1-7): 6
Benchmark: MSCI Emerging Markets inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0060042026
Porteføljeraðgiver: Aberdeen Asset Managers Limited

### Landefordeling

Indien	17,0%
Brasilien	11,6%
Hongkong	10,3%
Mexico	7,4%
Sydkorea	7,0%
Øvrige inkl. likvide	46,7%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,44
Standardafvigelse	14,87
Tracking error	5,24
Information Ratio	0,07
Sharpe Ratio (benchm.)	0,43
Standardafvigelse (benchm.)	14,60
Active share	79,71

## Nye Markeder – Akkumulerende, klasse DKK

### Andelsklasse under Nye Markeder – Akkumulerende KL

Vores overvægt af Filippinerne trak ned i det relative afkast, da landets vedvarende betalingsbalanceunderskud og manglende støtte til pesoen tyngede markedet. Vores store eksponering mod Indien bidrog ligeledes negativt. Markedet reagerede negativt på usikkerheden om effekten på landets økonomi af regeringens beslutning om at tage alle store pengesedler ud af omløb.

Latinamerika bidrog positivt til det relative afkast, hvilket primært kan tilskrives vores overvægt af Brasilien, hvor både markedet og valutaen klarede sig godt. Tilliden på markedet blev løftet af en økonomisk reform oven på en langvarig rigsretssag. Vores brasilianske aktier som f.eks. banken Bradesco, butikscenteroperatøren Multiplan og detailvirksomheden Lojas Renner bidrog positivt. Der var også positive bidrag fra vores investering i stålrørsproducenten Tenaris og den brasilianske jernmalmsproducent Vale, som nød godt af de forbedrede udsigter på råvaremarkederne. Vores overvægt af Mexico trak ned i det relative afkast, da landets aktiemarked og pesoen blev tyngt af de negative udsigter med hensyn til Donald Trumps protektionistiske holdning. Derudover var der kursfald i Coca-Cola-tapperiet Femsa og banken Banorte som følge af usikkerhed om deres eksponering mod den indenlandske økonomi.

I de andre regioner var Rusland den bedst performende marked takket være stigende olie priser og udsigt til forbedringer af forholdet til USA efter valget af Trump. I Rusland bidrog Lukoil positivt til det relative afkast som følge af bedre udsigter for olieprisen og fremgang i selskabets regnskab for andet kvartal. Overvægten i Tyrkiet trak ned i andelsklassens relative afkast resultat, da såvel aktiemarkedet som liraen var tyngt af politisk usikkerhed og en nedjustering af landets kreditvurdering. Vores aktievalg trak ned i resultatet bl.a. grundet et svag kursudvikling i BIM, Akbank og Garanti.

#### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Aktier i emerging markets kan komme under pres som følge af en styrket dollar samt udsigten til protektionistiske tiltag fra den amerikanske præsident, Donald Trump. En stærkere dollar kan gøre livet svært for lande med stor udenlandsk gæld, herunder Brasilien, Rusland og Tyrkiet. De fleste udviklingslande er dog langt mindre sårbare, end de var for blot et par år siden, som følge af mærkbart forbedrede betalingsbalancer og styrkede valutareserver. Det kan give et mere stabilt fundament, så selskaber i porteføljen kan fokusere på omkostningsstyring og indtjeningsvækst.

Hvis Trump holder sine valgløfter og lukker døren for global samhandel, kan det tynde de eksportafhængige markeder. Vores portefølje er imidlertid mindre eksponeret mod eksportorienterede aktier. Den har i stedet fokus på selskaber med primært indenlandske aktiviteter, som måske vil nyde godt af et skifte mod mere forbrugsbaseret vækst.

Politisk instabilitet er fortsat en risikofaktor for investortilliden. Brasilien oplevede et turbulent år, som især var præget af rigsretssagen mod præsident Dilma Rousseff. Der er fortsat anklager om korruption imod den nuværende regering, så stabiliteten har endnu ikke indfundet sig. Tyrkiet har også haft en række udfordringer, herunder flere terrorangreb og et forsøg på statskup. Når det er sagt, så medfører vores fokus på aktievalg, at vi generelt investerer i veldrevne selskaber med stærke balancer, som kan hjælpe dem igennem eventuelle udfordringer.

#### Forventninger til markedet samt strategi

De nye markeder ventes at komme under fornyet pres efter Donald Trumps valgsejr, som har styrket dollaren og skabt usikkerhed om potentielle protektionistiske tiltag. Selvom der fortsat hersker usikkerhed om virkningen af hans politik på længere sigt, så synes de fleste nye markeder i dag godt rustet til at overkomme de udfordringer, der måtte komme. Mange af vores selskaber er markedsførende og har tidligere klareret sig igennem kriseperioder, og der tages skridt til at styrke marginerne i form af strammere omkostningsstyring.

Vi har fortsat primært overvægt af indenlandsk orienterede virksomheder inden for f.eks. finans og konsumentvarer. Den finansielle sektor, som er repræsentant for økonomisk vækst, vil formentlig drage fordel af en voksende middelklasse samt på længere sigt af den lave udbredelse af finansielle produkter. Andelsklassen undervægter den cykliske it-sektor, der med stadigt kortere produktlevetider kan få svært ved at øge indtjeningen.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Nye Markeder – Akkumulerende, klasse DKK

Andelsklasse under Nye Markeder – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	23,80	÷11,18	10,65	÷4,30	14,97
Benchmarkafkast (pct.)	16,86	÷6,82	11,18	÷5,02	14,10
Sharpe Ratio	1,11	0,03	0,50	÷0,14	0,44
Indre værdi (DKK pr. andel)	252,41	224,20	248,06	237,38	272,91
Nettoresultat (t.DKK)	187.559	÷115.628	107.780	2.776	47.743
Administrationsomkostninger (pct.)	1,49	1,55	1,56	1,62	1,70
ÅOP	0,00	1,88	1,87	1,84	1,84
Investorerers formue (t.DKK)	1.166.345	894.119	1.145.316	863.539	789.964
Antal andele	4.620.832	3.988.130	4.617.052	3.637.721	2.894.591
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

<b>KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK</b>	<b>1.1.-31.12.2016</b>	<b>1.1.-31.12.2015</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen	59.101	18.819
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	11.358	16.043
<b>Klassens resultat</b>	<b>47.743</b>	<b>2.776</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorerers formue primo	863.539	1.145.316
Emissioner i året	467.614	162.442
Indløsninger i året	÷591.178	÷448.651
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	2.247	1.657
Overførsel af periodens resultat	47.743	2.776
<b>Investorerers formue ultimo</b>	<b>789.964</b>	<b>863.539</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	3.637.721	4.617.052
Emissioner i året	1.717.175	656.632
Indløsninger i året	÷2.460.305	÷1.635.963
<b>Andele ultimo året</b>	<b>2.894.591</b>	<b>3.637.721</b>

## Nye Markeder Indeksobligationer KL

Indeksobligationer fra nye markeder hvor afkastet er knyttet til udviklingen i inflationsindeks. Afdelingens investeringer afdækkes som udgangspunkt ikke mod danske kroner. Afdelingen er aktivt styret.

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Afdelingen investerer i indeksobligationer, hvor afkastet er knyttet til inflationsindeks inden for de nye markeder. Obligationerne vil være udstedt i lokalvalutaer fra de nye markeder. De nye markeder kan f.eks. være Brasilien, Chile, Israel, Mexico, Polen, Sydafrika, Sydkorea, Thailand og Tyrkiet. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for disse obligationer. De nye markeder kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Afdelingen afdæk-

ker ikke valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

Indeksobligationer fra de nye markeder leverede et positivt afkast i 2016. Der var en yderst negativ markedsstemning i starten af året, da prisen på råolie og andre råvarer nåede bunden, hvilket havde en negativ indvirkning på valutaer fra de nye markeder. Derefter skete der en klar bedring på markederne, og valutaerne fra de fleste nye markeder styrkedes over for de store valutaer helt frem til november og det amerikanske præsidentvalg. Faldende renter på de fleste nye markeder bidrog til positive afkast.

Det amerikanske præsidentvalg fik stor indvirkning på aktiver fra de nye markeder generelt, da man ikke havde forventet, at Donald Trump ville vinde, og markedet i stedet havde positioneret sig til en sejr til Demokraterne. Kombineret med Trumps udtalelser om handelsrestriktioner samt usikkerhed om den politik, han vil føre, var det med til at tynde aktiver fra de nye markeder. Valutaerne blev svækkede og renterne steg i de fleste lande, især Mexico og Brasilien blev hårdt ramt. USA er en af Mexicos største handelspartnere, og landet vil blive hårdt ramt, hvis der indføres handelsbarrierer, skatter og toldafgifter.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et positivt afkast på 13,76 pct., mens benchmarket steg 14,31 pct. Afkastet var således meget tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet positiv renteutvikling i forhold til vores forventninger, stigende råvarepriser og stigende inflationsforventninger.

### Vurdering af resultatet

Overvægten i russiske og brasilianske indeksobligationer bidrog positivt til afdelingens afkast. I november trak overvægten af varighed (rentefølsomhed) i Brasilien dog ned i afdelingens afkast. Undervægten af israelske indeksobligationer i fjerde kvartal bidrog også negativt til afkastet.

### Afdelingens profil

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Maj 2015
Risikoindikator (1-7): 5
Benchmark: Barclays EM Govt Inflation-Linked Bond Index Ex-Colombia Ex-Argentina Constrained
Fondskode: DK0060625200
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Varigheder

0-1 år	6,8%
1-3 år	40,8%
3-5 år	22,0%
5-10 år	27,2%
Over 10 år	0,3%
Øvrige inkl. likvide	2,9%

## Nye Markeder Indeksobligationer KL

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Udviklingen på de nye markeder afhænger i vid udstrækning af USA's handels-, finans- og pengepolitik. Selvom vi ikke forventer, at Donald Trump vil indfri alle sine valgløfter, så udgør indførelsen af mere restriktive handelspolitikker, som f.eks. toldafgifter, en stor risiko for de nye markeder. Den største risiko i dette scenario vil være en svækkelse af valutaerne fra de nye markeder, hvilket vil tvinge de pågældende landes centralbanker til at hæve renterne mere end ventet.

I et sådant scenario vil det omvendt gavne, at inflationen formentlig også vil stige som følge af gennemslag fra valutakursudsving, og dette vil gavne indeksobligationer over for nominelle obligationer.

En opbremsning i Kina vil også smitte negativt af på de nye markeder generelt, idet det vil påvirke den globale efterspørgsel og samhandel.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at Kina undgår en opbremsning og holder væksten på et pænt niveau. Derudover forventer vi, at de kinesiske myndigheder via deres økonomiske politik vil nå deres vækstmål, og at finanspolitikken vil blive lempet yderligere. Denne strategi er ikke holdbar på længere sigt, men den kan formentlig være effektiv på den korte bane.

Vi forventer, at USA's kommende præsident, Donald Trump, vil udvise en mere pragmatisk tilgang og ikke indfri sine mest kontroversielle valgløfter. Vi forventer dog, at han vil indføre nogle tiltag rettet specifikt mod samhandlen, som kan ramme de nye markeder, men ikke at der vil blive indført vidtrækkende toldafgifter eller mere ekstreme tiltag, som at trække USA ud af Verdenshandelsorganisationen (WTO). Vi vil fortsat holde øje med risikoen for, om nogle af disse tiltag bliver gennemført fremsat som forslag, da det kan skabe uro på markederne.

Vi forventer højere inflation i Mexico, som følge af en svækkelse af landets valuta og følgevirkningen heraf samt de-reguleringen af benzinpriserne. Vi forventer højere inflation i Tyrkiet på grund af den svagere valuta samt manglende vilje i centralbanken til at nå det fastsatte inflationsmål.

Inflationen i Brasilien ventes at falde og nærme sig målsætningen, hvilket bør give centralbanken rigeligt med plads til yderligere rentesænkninger. Vi fastholder vores overvægt af brasilianske indeksobligationer, men har reduceret overvægten af varighed (rentefølsomhed) i landet.

Vi indledte også 2017 med en overvægt af russiske indeksobligationer, da realrenterne er høje, og da vi forventer, at valutaen vil styrkes som følge af en bedring i forholdet med den vestlige verden samt den stigende oliepris.

Vi holder øje med renteforhøjelser i USA, som også kan føre til højere renter på de nye markeder. Vi indleder 2017 med en neutral placering i forhold til varighed.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.



## Nye Markeder Indeksobligationer KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016 1.000 DKK	6.5.-31.12.2015 1.000 DKK		31.12.2016 1.000 DKK	31.12.2015 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	5.548	3.421	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	2	3	Indestående i depotselskab	4.392	957
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>5.546</b>	<b>3.418</b>	<b>I alt likvide midler</b>	<b>4.392</b>	<b>957</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab:</b>			<b>Obligationer:</b>		
Obligationer	14.657	÷19.443	Not. obl. fra udl. udstedere	148.102	134.635
Valutakonti	÷109	786	<b>I alt obligationer</b>	<b>148.102</b>	<b>134.635</b>
Øvrige aktiver/passiver	÷6	0	<b>Andre aktiver:</b>		
4 Handelsomkostninger	0	÷6	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	1.082	980
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>14.542</b>	<b>÷18.662</b>	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>1.082</b>	<b>980</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>20.088</b>	<b>÷15.245</b>	<b>Aktiver i alt</b>	<b>153.576</b>	<b>136.572</b>
5 Administrationsomkostninger	1.718	1.092	<b>Passiver</b>		
<b>Resultat før skat</b>	<b>18.371</b>	<b>÷16.336</b>	8 Investorerens formue	153.540	136.562
6 Skat	2	0	<b>Anden gæld:</b>		
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>18.368</b>	<b>÷16.336</b>	Skyldige omkostninger	31	10
<b>Resultatdisponering</b>			Mellemvær. vedr. handelsafv.	6	0
Foreslået udlodning	150	1.056	<b>I alt anden gæld</b>	<b>37</b>	<b>10</b>
Overført til udlodning næste år	33	65	<b>Passiver i alt</b>	<b>153.576</b>	<b>136.572</b>
7 Disponeret i alt vedr. udlodning	183	1.122			
Overført til formuen	18.185	÷17.458			
<b>I alt disponeret</b>	<b>18.368</b>	<b>÷16.336</b>			

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	-	2015	2016
Afkast (pct.)*	-	-	-	÷9,50	13,76
Benchmarkafkast (pct.)*	-	-	-	÷10,02	14,31
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	90,50	102,21
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	÷16.336	18.368
Udbytte (DKK pr. andel)	-	-	-	0,70	0,10
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	1,19	1,19
ÅOP	-	-	-	1,33	1,33
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	0,13	0,25
Investorerens formue (t.DKK)	-	-	-	136.562	153.540
Antal andele	-	-	-	1.509.000	1.502.168
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	100	100

\* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

## Nye Markeder Indeksobligationer KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	32	10
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	5.516	3.411
I alt renteindtægter	5.548	3.421

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	2	3
I alt renteudgifter	2	3

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	14.657	÷ 19.443
Valutakonti	÷ 109	786
Øvrige aktiver/passiver	÷ 6	0
Handelsomkostninger	0	÷ 6
I alt kursgevinster og -tab	14.542	÷ 18.662

Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	0	÷ 33
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	27
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	0	÷ 6

Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015		
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	0	0
Managementonorar	1.443	0	917	0
Fast administrationsonorar	274	0	174	0
I alt opdelte adm.omk.	1.718	0	1.092	0
I alt adm.omkostninger		1.718		1.092

Note 6: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	2	0
I alt skat	2	0

Note 7: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK 2016	2015	
Renter og udbytter	5.546	3.418
Ikke refunderbar udbytteskat	÷ 2	0
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	0	3
Kursgevinst til udlodning	÷ 3.714	÷ 1.279
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	24	108
Udlodning overført fra sidste år	65	0
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	1.919	2.251
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	1.718	1.092
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷ 19	÷ 37
I alt til rådighed for udlodning, netto	183	1.122

Note 8: Investorers formue	2016	2015		
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerens formue primo	1.509.000	136.562	0	0
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		÷ 1.056		0
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		18		0
Emissioner i året	42.168	4.184	1.549.000	155.867
Indløsninger i året	÷ 49.000	÷ 4.577	÷ 40.000	÷ 3.737
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		41		768
Foreslået udlodning		150		1.056
Overførsel af periodens resultat		18.185		÷ 17.458
Overført til udlodning næste år		33		65
I alt investorerens formue	1.502.168	153.540	1.509.000	136.562

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,5	98,6
I alt finansielle instrumenter	96,5	98,6
Øvrige aktiver og passiver	3,5	1,4
I alt	100,0	100,0

## *Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende KL*

Indeksobligationer fra nye markeder hvor afkastet er knyttet til udviklingen i inflationsindeks. Afdelingens investeringer afdækkes som udgangspunkt ikke mod danske kroner. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingen udbydes i fire andelsklasser:

- Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende, klasse DKK
- Nye Markeder Realrente Obligasjon, klasse NOK
- Reaalikorko Kehittyvät Markkinat, osuuslaji EUR
- Tillväxtmarknadsobligationer Real Räkta, klass SEK

Afdelingens ledelsesberetning og det samlede regnskab omfattende resultat af investeringer m.m., som foretages fælles for klasserne, samt resultat af klassernes egne valuta-afdækninger og omkostninger findes på de følgende sider:

Noter for de enkelte klasser findes også på de følgende sider:

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

## Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	6.5.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	5.745	3.686	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	2	4	Indestående i depotselskab	3.117	1.627
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>5.743</b>	<b>3.682</b>	<b>I alt likvide midler</b>	<b>3.117</b>	<b>1.627</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab:</b>			<b>Obligationer:</b>		
Obligationer	14.292	÷20.962	Not. obl. fra udl. udstedere	164.586	143.966
Valutakonti	÷167	837	<b>I alt obligationer</b>	<b>164.586</b>	<b>143.966</b>
Øvrige aktiver/passiver	÷6	0	<b>Andre aktiver:</b>		
4 Handelsomkostninger	0	÷9	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	1.156	1.041
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>14.118</b>	<b>÷20.134</b>	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>1.156</b>	<b>1.041</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>19.861</b>	<b>÷16.452</b>	<b>Aktiver i alt</b>	<b>168.859</b>	<b>146.634</b>
5 Administrationsomkostninger	1.816	1.190	<b>Passiver</b>		
<b>Resultat før skat</b>	<b>18.045</b>	<b>÷17.642</b>	7 Investorers formue	168.819	146.623
6 Skat	3	0	<b>Anden gæld:</b>		
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>18.043</b>	<b>÷17.642</b>	Skyldige omkostninger	34	11
<b>Resultatdisponering</b>			Mellemvær. vedr. handelsafv.	6	0
Overført til formuen	18.043	÷17.642	<b>I alt anden gæld</b>	<b>40</b>	<b>11</b>
<b>I alt disponeret</b>	<b>18.043</b>	<b>÷17.642</b>	<b>Passiver i alt</b>	<b>168.859</b>	<b>146.634</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	-	2015	2016
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	÷17.642	18.043
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	0,14	0,21
Investorerers formue (t.DKK)	-	-	-	146.623	168.819

\* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

## Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	33	12
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	5.713	3.674
I alt renteindtægter	5.745	3.686

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	2	4
I alt renteudgifter	2	4

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	14.292	±20.962
Valutakonti	±167	837
Øvrige aktiver/passiver	±6	0
Handelsomkostninger	0	±9
I alt kursgevinster og -tab	14.118	±20.134

Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	±1	±49
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	41
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	0	±9

Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	0	0
Managementhonorar	1.508	0	990	0
Fast administrationshonorar	308	0	201	0
I alt opdeltede adm.omk.	1.816	0	1.190	0
I alt adm.omkostninger		1.816		1.190

Note 6: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	3	0
I alt skat	3	0

Note 7: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo		146.623		0
Emissioner i året		20.966		168.004
Indløsninger i året		±17.001		±4.357
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		188		618
Overførsel af periodens resultat		18.043		±17.642
I alt investorenes formue		168.819		146.623

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,5	98,2
I alt finansielle instrumenter	97,5	98,2
Øvrige aktiver og passiver	2,5	1,8
I alt	100,0	100,0

## Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende, klasse DKK

Andelsklasse under Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer i indeksobligationer, hvor afkastet er knyttet til inflationsindeks inden for de nye markeder. Obligationerne vil være udstedt i lokalvalutaer fra de nye markeder: De nye markeder kan f.eks. være Brasilien, Chile, Israel, Mexico, Polen, Sydafrika, Sydkorea, Thailand og Tyrkiet. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for disse obligationer. De nye markeder kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

Indeksobligationer fra de nye markeder leverede et positivt afkast i 2016. Der var en yderst negativ markedsstemning i starten af året, da prisen på råolie og andre råvarer nåede bunden, hvilket havde en negativ indvirkning på valutaer fra de nye markeder. Derefter skete der en klar bedring på markederne, og valutaerne fra de fleste nye markeder styrkedes over for de store valutaer helt frem til november og det amerikanske præsidentvalg. Faldende renter på de fleste nye markeder bidrog til positive afkast.

Det amerikanske præsidentvalg fik stor indvirkning på aktiver fra de nye markeder generelt, da man ikke havde forventet, at Donald Trump ville vinde, og markedet i stedet havde positioneret sig til en sejr til Demokraterne. Kombineret med Trumps udtalelser om handelsrestriktioner samt usikkerhed om den politik, han vil føre, var det med til at tynde aktiver fra de nye markeder. Valutaerne blev svækkede og renterne steg i de fleste lande, især Mexico og Brasilien blev hårdt ramt. USA er en af Mexicos største handelspartnere, og landet vil blive hårdt ramt, hvis der indføres handelsbarrierer, skatter og toldafgifter.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et positivt afkast på 13,84 pct., mens benchmarket steg 14,31 pct. Afkastet var således meget tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurranter, og har mere end indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet positiv renteutvikling i forhold til vores forventninger, stigende råvarepriser og stigende inflationsforventninger

### Vurdering af resultatet

Overvægten i russiske og brasilianske indeksobligationer bidrog positivt til andelsklassens afkast. I november trak overvægten af varighed (rentefølsomhed) i Brasilien dog ned i andelsklassens afkast. Undervægten af israelske indeksobligationer i fjerde kvartal bidrog også negativt til afkastet.

### Andelsklassens profil

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Maj 2015
Risikoindikator (1-7): 5
Benchmark: Barclays EM Govt Inflation-Linked Bond Index Ex-Colombia Ex-Argentina Constrained
Fondskode: DK0060625390
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Varigheder

0-1 år	5,7%
1-3 år	42,0%
3-5 år	20,9%
5-10 år	29,4%
Over 10 år	0,2%
Øvrige inkl. likvide	1,8%

## Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende, klasse DKK

Andelsklasse under Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende KL

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Udviklingen på de nye markeder afhænger i vid udstrækning af USA's handels-, finans- og pengepolitik. Selvom vi ikke forventer, at Donald Trump vil indfri alle sine valgløfter, så udgør indførelsen af mere restriktive handelspolitikker, som f.eks. toldafgifter, en stor risiko for de nye markeder. Den største risiko i dette scenario vil være en svækkelse af valutaerne fra de nye markeder, hvilket vil tvinge de pågældende landes centralbanker til at hæve renterne mere end ventet.

I et sådant scenario vil det omvendt gavne, at inflationen formentlig også vil stige som følge af gennemslag fra valutakursudsving, og dette vil gavne indeksobligationer over for nominelle obligationer.

En opbremsning i Kina vil også smitte negativt af på de nye markeder generelt, idet det vil påvirke den globale efterspørgsel og samhandel.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at Kina undgår en opbremsning og holder væksten på et pænt niveau. Derudover forventer vi, at de kinesiske myndigheder via deres økonomiske politik vil nå deres vækstsmål, og at finanspolitikken vil blive lempet yderligere. Denne strategi er ikke holdbar på længere sigt, men den kan formentlig være effektiv på den korte bane.

Vi forventer, at USA's kommende præsident, Donald Trump, vil udvise en mere pragmatisk tilgang og ikke indfri sine mest kontroversielle valgløfter. Vi forventer dog, at han vil indføre nogle tiltag rettet specifikt mod samhandlen, som kan ramme de nye markeder, men ikke at der vil blive indført vidtrækkende toldafgifter eller mere ekstreme tiltag, som at trække USA ud af Verdenshandelsorganisationen (WTO). Vi vil fortsat holde øje med risikoen for, om nogle af disse tiltag bliver gennemført fremsat som forslag, da det kan skabe uro på markederne.

Vi forventer højere inflation i Mexico, som følge af en svækkelse af landets valuta og følgevirkningen heraf samt dereguleringen af benzinpriserne. Vi forventer højere inflation i Tyrkiet på grund af den svagere valuta samt manglende vilje i centralbanken til at nå det fastsatte inflationsmål.

Inflationen i Brasilien ventes at falde og nærme sig målsætningen, hvilket bør give centralbanken rigeligt med plads til yderligere rentesænkninger. Vi fastholder vores overvægt af brasilianske indeksobligationer, men har reduceret overvægten af varighed (rentefølsomhed) i landet.

Vi indledte også 2017 med en overvægt af russiske indeksobligationer, da realrenterne er høje, og da vi forventer, at valutaen vil styrkes som følge af en bedring i forholdet med den vestlige verden samt den stigende oliepris.

Vi holder øje med renteforhøjelser i USA, som også kan føre til højere renter på de nye markeder. Vi indleder 2017 med en neutral placering i forhold til varighed.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende, klasse DKK

Andelsklasse under Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	-	2015	2016
Afkast (pct.)*	-	-	-	÷9,68	13,84
Benchmarkafkast (pct.)*	-	-	-	÷10,02	14,31
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	90,32	102,82
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	÷13.752	13.697
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	1,19	1,19
ÅOP	-	-	-	1,34	1,33
Investorers formue (t.DKK)	-	-	-	110.234	108.736
Antal andele	-	-	-	1.220.500	1.057.500
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	100	100

\* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

<b>KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK</b>	<b>1.1.-31.12.2016</b>	<b>6.5.-31.12.2015</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen	14.980	÷12.874
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	1.282	879
<b>Klassens resultat</b>	<b>13.697</b>	<b>÷13.752</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorers formue primo	110.234	0
Emissioner i året	0	127.686
Indløsninger i året	÷15.270	÷4.326
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	74	627
Overførsel af periodens resultat	13.697	÷13.752
<b>Investorers formue ultimo</b>	<b>108.736</b>	<b>110.234</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	1.220.500	0
Emissioner i året	0	1.267.500
Indløsninger i året	÷163.000	÷47.000
<b>Andele ultimo året</b>	<b>1.057.500</b>	<b>1.220.500</b>



## Nye Markeder Realrente Obligasjon, klasse NOK

Andelsklasse under Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer i indeksobligationer, hvor afkastet er knyttet til inflationsindeks inden for de nye markeder. Obligationerne vil være udstedt i lokalvalutaer fra de nye markeder. De nye markeder kan f.eks. være Brasilien, Chile, Israel, Mexico, Polen, Sydafrika, Sydkorea, Thailand og Tyrkiet. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for disse obligationer. De nye markeder kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

Indeksobligationer fra de nye markeder leverede et positivt afkast i 2016. Der var en yderst negativ markedsstemning i starten af året, da prisen på råolie og andre råvarer nåede

bunden, hvilket havde en negativ indvirkning på valutaer fra de nye markeder. Derefter skete der en klar bedring på markederne, og valutaerne fra de fleste nye markeder styrkedes over for de store valutaer helt frem til november og det amerikanske præsidentvalg. Faldende renter på de fleste nye markeder bidrog til positive afkast.

Det amerikanske præsidentvalg fik stor indvirkning på aktiver fra de nye markeder generelt, da man ikke havde forventet, at Donald Trump ville vinde, og markedet i stedet havde positioneret sig til en sejr til Demokraterne. Kombineret med Trumps udtalelser om handelsrestriktioner samt usikkerhed om den politik, han vil føre, var det med til at tynde aktiver fra de nye markeder. Valutaerne blev svækkede og renterne steg i de fleste lande, især Mexico og Brasilien blev hårdt ramt. USA er en af Mexicos største handelspartnere, og landet vil blive hårdt ramt, hvis der indføres handelsbarrierer, skatter og toldafgifter.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et positivt afkast på 7,83 pct. målt i NOK, mens benchmarket steg 8,33 pct. målt i NOK. Afkastet var således meget tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet positiv renteutvikling i forhold til vores forventninger, stigende råvarepriser og stigende inflationsforventninger.

### Vurdering af resultatet

Overvægten i russiske og brasilianske indeksobligationer bidrog positivt til andelsklassens afkast. I november trak overvægten af varighed (rentefølsomhed) i Brasilien dog ned i andelsklassens afkast. Undervægten af israelske indeksobligationer i fjerde kvartal bidrog også negativt til afkastet.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Udviklingen på de nye markeder afhænger i vid udstrækning af USA's handels-, finans- og pengepolitik. Selvom vi ikke forventer, at Donald Trump vil indfri alle sine valgløfter, så udgør indførelsen af mere restriktive handelspolitikker, som f.eks. toldafgifter, en stor risiko for de nye markeder. Den største

#### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Maj 2015
Risikoindikator (1-7): 5
Benchmark: Barclays EM Govt Inflation-Linked Bond Index Ex-Colombia Ex-Argentina Constrained
Fondskode: DK0060625473
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

#### Varigheder

0-1 år	5,7%
1-3 år	42,0%
3-5 år	20,9%
5-10 år	29,4%
Over 10 år	0,2%
Øvrige inkl. likvide	1,8%

## Nye Markeder Realrente Obligasjon, klasse NOK

Andelsklasse under Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende KL

risiko i dette scenario vil være en svækkelse af valutaerne fra de nye markeder, hvilket vil tvinge de pågældende landes centralbanker til at hæve renterne mere end ventet.

I et sådant scenario vil det omvendt gavne, at inflationen formentlig også vil stige som følge af gennemslag fra valuta-kursudsving, og dette vil gavne indeksobligationer over for nominelle obligationer.

En opbremsning i Kina vil også smitte negativt af på de nye markeder generelt, idet det vil påvirke den globale efterspørgsel og samhandel.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at Kina undgår en opbremsning og holder væksten på et pænt niveau. Derudover forventer vi, at de kinesiske myndigheder via deres økonomiske politik vil nå deres vækstsmål, og at finanspolitikken vil blive lempet yderligere. Denne strategi er ikke holdbar på længere sigt, men den kan formentlig være effektiv på den korte bane.

Vi forventer, at USA's kommende præsident, Donald Trump, vil udvise en mere pragmatisk tilgang og ikke indfri sine mest kontroversielle valgløfter. Vi forventer dog, at han vil indføre nogle tiltag rettet specifikt mod samhandlen, som kan ramme de nye markeder, men ikke at der vil blive indført vidtrækkende toldafgifter eller mere ekstreme tiltag, som at trække USA ud af Verdenshandelsorganisationen (WTO). Vi vil fortsat holde øje med risikoen for, om nogle af disse tiltag bliver gennemført fremsat som forslag, da det kan skabe uro på markederne.

Vi forventer højere inflation i Mexico, som følge af en svækkelse af landets valuta og følgevirkningen heraf samt dereguleringen af benzinpriserne. Vi forventer højere inflation i Tyrkiet på grund af den svagere valuta samt manglende vilje i centralbanken til at nå det fastsatte inflationsmål.

Inflationen i Brasilien ventes at falde og nærme sig målsætningen, hvilket bør give centralbanken rigeligt med plads til yderligere rentesænkninger. Vi fastholder vores overvægt af brasilianske indeksobligationer, men har reduceret overvægten af varighed (rentefølsomhed) i landet.

Vi indledte også 2017 med en overvægt af russiske indeksobligationer, da realrenterne er høje, og da vi forventer, at valutaen vil styrkes som følge af en bedring i forholdet med den vestlige verden samt den stigende oliepris.

Vi holder øje med renteforhøjelser i USA, som også kan føre til højere renter på de nye markeder. Vi indleder 2017 med en neutral placering i forhold til varighed.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Nye Markeder Realrente Obligasjon, klasse NOK

Andelsklasse under Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	-	2015	2016
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	3,31	7,83
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	2,32	8,33
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	103,31	111,40
Nettoreultat (t.DKK)*	-	-	-	÷1,274	1,658
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	1,24	1,24
Investorers formue (t.DKK)	-	-	-	12.027	13.685
Antal andele	-	-	-	150.000	150.000
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	100	100

\* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK	1.1.-31.12.2016	6.5.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	1.819	÷1.171
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	161	102
<b>Klassens resultat</b>	<b>1.658</b>	<b>÷1.274</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorers formue primo	12.027	0
Emissioner i året	14	13.304
Indløsninger i året	÷14	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	0	÷3
Overførsel af periodens resultat	1.658	÷1.274
<b>Investorers formue ultimo</b>	<b>13.685</b>	<b>12.027</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	150.000	0
Emissioner i året	159	150.000
Indløsninger i året	÷159	0
<b>Andele ultimo året</b>	<b>150.000</b>	<b>150.000</b>

## Reaalikorko Kehittyvät Markkinat, osuuslaji EUR

Andelsklasse under Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer i indeksobligationer, hvor afkastet er knyttet til inflationsindeks inden for de nye markeder. Obligationerne vil være udstedt i lokalvalutaer fra de nye markeder. De nye markeder kan f.eks. være Brasilien, Chile, Israel, Mexico, Polen, Sydafrika, Sydkorea, Thailand og Tyrkiet. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteudviklingen for disse obligationer. De nye markeder kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

Aktier fra de nye markeder steg i løbet af 2016. I starten af året var den lave oliepris og kursfald på kinesiske aktier med til at skabe øget usikkerhed på markedet. De fortsatte penge-

politiske lempelser fra de globale centralbanker og en markant stigning i råvarepriserne var dog med til at skabe fornyet tillid. I juni måned sendte Storbritanniens beslutning om at forlade EU chokbølger gennem de globale markeder. Aktierne rettede sig dog, da den amerikanske centralbank (Fed) udskød sine renteforhøjelser, og kinesisk økonomi viste tegn på bedring. Nogle af kursgevinsterne forsvandt imidlertid igen efter Donald Trumps overraskende sejr ved det amerikanske præsidentvalg. De fleste valutaer faldt over for den amerikanske dollar på grund af spekulation om, hvorvidt en Trump-regering vil løfte amerikansk økonomi på bekostning af den globale samhandel. På råvaresiden steg olieprisen, efter at de store producenter havde indgået en aftale om at beskære produktionen.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et positivt afkast på 14,19 pct. målt i EUR, mens benchmarket steg 14,73 pct. målt i EUR. Afkastet var således meget tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet positiv renteudvikling i forhold til vores forventninger, stigende råvarepriser og stigende inflationsforventninger

### Vurdering af resultatet

Overvægten i russiske og brasilianske indeksobligationer bidrog positivt til andelsklassens afkast. I november trak overvægten af varighed (rentefølsomhed) i Brasilien dog ned i andelsklassens afkast. Undervægten af israelske indeksobligationer i fjerde kvartal bidrog også negativt til afkastet.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Aktier i emerging markets kan komme under pres som følge af en styrket dollar samt udsigten til protektionistiske tiltag fra den amerikanske præsident, Donald Trump. En stærkere dollar kan gøre livet svært for lande med stor udenlandsk gæld, herunder Brasilien, Rusland og Tyrkiet. De fleste udviklingslande er dog langt mindre sårbare, end de var for blot et par år siden, som følge af mærkbart forbedrede betalingsbalancer og styrkede valutareserver. Det kan give et mere stabilt fundament, så selskaber i porteføljen kan fokusere på omkostningsstyring og indtjeningsvækst.

### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Maj 2015
Risikoindikator (1-7): 5
Benchmark: Barclays EM Govt Inflation-Linked Bond Index Ex-Colombia Ex-Argentina Constrained
Fondskode: DK0060625556
Porteføljeradgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Varigheder

0-1 år	5,7%
1-3 år	42,0%
3-5 år	20,9%
5-10 år	29,4%
Over 10 år	0,2%
Øvrige inkl. likvide	1,8%

## Reaalikorko Kehittyvät Markkinat, osuuslaji EUR

Andelsklasse under Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende KL

Hvis Trump holder sine valgløfter og lukker døren for global samhandel, kan det tynde de eksportafhængige markeder. Vores portefølje er imidlertid mindre eksponeret mod eksportorienterede aktier. Den har i stedet fokus på selskaber med primært indenlandske aktiviteter, som måske vil nyde godt af et skifte mod mere forbrugsbaseret vækst.

Politisk ustabilitet er fortsat en risikofaktor for investortilliden. Brasilien oplevede et turbulent år, som især var præget af rigsretssagen mod præsident Dilma Rousseff. Der er fortsat anklager om korruption imod den nuværende regering, så stabiliteten har endnu ikke indfundet sig. Tyrkiet har også haft en række udfordringer, herunder flere terrorangreb og et forsøg på statskup. Når det er sagt, så medfører vores fokus på aktievalg, at vi generelt investerer i veldrevne selskaber med stærke balancer, som kan hjælpe dem igennem eventuelle udfordringer.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at Kina undgår en opbremsning og holder væksten på et pænt niveau. Derudover forventer vi, at de kinesiske myndigheder via deres økonomiske politik vil nå deres vækstmål, og at finanspolitikken vil blive lempet yderligere. Denne strategi er ikke holdbar på længere sigt, men den kan formentlig være effektiv på den korte bane.

Vi forventer, at USA's kommende præsident, Donald Trump, vil udvise en mere pragmatisk tilgang og ikke indfri sine mest kontroversielle valgløfter. Vi forventer dog, at han vil indføre nogle tiltag rettet specifikt mod samhandlen, som kan ramme de nye markeder, men ikke at der vil blive indført vidtrækkende toldafgifter eller mere ekstreme tiltag, som at trække USA ud af Verdenshandelsorganisationen (WTO). Vi vil fortsat holde øje med risikoen for, om nogle af disse tiltag bliver gennemført fremsat som forslag, da det kan skabe uro på markederne.

Vi forventer højere inflation i Mexico, som følge af en svækkelse af landets valuta og følgevirkningen heraf samt dereguleringen af benzinpriserne. Vi forventer højere inflation i Tyrkiet på grund af den svagere valuta samt manglende vilje i centralbanken til at nå det fastsatte inflationsmål.

Inflationen i Brasilien ventes at falde og nærme sig målsætningen, hvilket bør give centralbanken rigeligt med plads til yderligere rentesænkninger. Vi fastholder vores overvægt af brasilianske indeksobligationer, men har reduceret overvægten af varighed (rentefølsomhed) i landet.

Vi indledte også 2017 med en overvægt af russiske indeksobligationer, da realrenterne er høje, og da vi forventer, at valutaen vil styrkes som følge af en bedring i forholdet med den vestlige verden samt den stigende oliepris.

Vi holder øje med renteforhøjelser i USA, som også kan føre til højere renter på de nye markeder. Vi indleder 2017 med en neutral placering i forhold til varighed.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Reaalikorko Kehittyvät Markkinat, osuuslaji EUR

Andelsklasse under Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	-	2015	2016
Afkast i EUR (pct.)*	-	-	-	÷9,75	14,19
Benchmarkafkast i EUR (pct.)*	-	-	-	÷9,98	14,73
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	9,03	10,31
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	÷1.441	1.240
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	1,24	1,24
Investorers formue (t.DKK)	-	-	-	13.470	33.297
Antal andele	-	-	-	200.000	434.522
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	10	10

\* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

<b>KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK</b>	<b>1.1.-31.12.2016</b>	<b>6.5.-31.12.2015</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen	1.463	÷1.326
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	223	115
<b>Klassens resultat</b>	<b>1.240</b>	<b>÷1.441</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorers formue primo	13.470	0
Emissioner i året	18.494	14.914
Indløsninger i året	0	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	93	÷4
Overførsel af periodens resultat	1.240	÷1.441
<b>Investorers formue ultimo</b>	<b>33.297</b>	<b>13.470</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	200.000	0
Emissioner i året	234.522	200.000
Indløsninger i året	0	0
<b>Andele ultimo året</b>	<b>434.522</b>	<b>200.000</b>

## Tillväxtmarknadsobligationer Real Ränta, klass SEK

Andelsklasse under Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer i indeksobligationer, hvor afkastet er knyttet til inflationsindeks inden for de nye markeder. Obligationerne vil være udstedt i lokalvalutaer fra de nye markeder. De nye markeder kan f.eks. være Brasilien, Chile, Israel, Mexico, Polen, Sydafrika, Sydkorea, Thailand og Tyrkiet. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for disse obligationer. De nye markeder kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

Indeksobligationer fra de nye markeder leverede et positivt afkast i 2016. Der var en yderst negativ markedsstemning i starten af året, da prisen på råolie og andre råvarer nåede bunden, hvilket havde en negativ indvirkning på valutaer fra de nye markeder. Derefter skete der en klar bedring på markederne, og valutaerne fra de fleste nye markeder styrkedes over for de store valutaer helt frem til november og det amerikanske præsidentvalg. Faldende renter på de fleste nye markeder bidrog til positive afkast.

Det amerikanske præsidentvalg fik stor indvirkning på aktiver fra de nye markeder generelt, da man ikke havde forventet, at Donald Trump ville vinde, og markedet i stedet havde positioneret sig til en sejr til Demokraterne. Kombineret med Trumps udtalelser om handelsrestriktioner samt usikkerhed om den politik, han vil føre, var det med til at tynde aktiver fra de nye markeder. Valutaerne blev svækkede og renterne steg i de fleste lande, især Mexico og Brasilien blev hårdt ramt. USA er en af Mexicos største handelspartnere, og landet vil blive hårdt ramt, hvis der indføres handelsbarrierer, skatter og toldafgifter.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et positivt afkast på 19,47 pct. målt i SEK, mens benchmarket steg 20,04 pct. målt i SEK. Afkastet var således meget tilfredsstillende set i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet positiv renteutvikling i forhold til vores forventninger, stigende råvarepriser og stigende inflationsforventninger

### Vurdering af resultatet

Overvægten i russiske og brasilianske indeksobligationer bidrog positivt til andelsklassens afkast. I november trak overvægten af varighed (rentefølsomhed) i Brasilien dog ned i andelsklassens afkast. Undervægten af israelske indeksobligationer i fjerde kvartal bidrog også negativt til afkastet.

#### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Maj 2015
Risikoindikator [1-7]: 5
Benchmark: Barclays EM Govt Inflation-Linked Bond Index Ex-Colombia Ex-Argentina Constrained
Fondskode: DK0060625630
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

#### Varigheder

0-1 år	5,7%
1-3 år	42,0%
3-5 år	20,9%
5-10 år	29,4%
Over 10 år	0,2%
Øvrige inkl. likvide	1,8%

## Tillväxtmarknadsobligationer Real Ränta, klass SEK

Andelsklasse under Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende KL

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Udviklingen på de nye markeder afhænger i vid udstrækning af USA's handels-, finans- og pengepolitik. Selvom vi ikke forventer, at Donald Trump vil indfri alle sine valgløfter, så udgør indførelsen af mere restriktive handelspolitikker, som f.eks. toldafgifter, en stor risiko for de nye markeder. Den største risiko i dette scenario vil være en svækkelse af valutaerne fra de nye markeder, hvilket vil tvinge de pågældende landes centralbanker til at hæve renterne mere end ventet.

I et sådant scenario vil det omvendt gavne, at inflationen formentlig også vil stige som følge af gennemslag fra valutakursudsving, og dette vil gavne indeksobligationer over for nominelle obligationer.

En opbremsning i Kina vil også smitte negativt af på de nye markeder generelt, idet det vil påvirke den globale efterspørgsel og samhandel.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer, at Kina undgår en opbremsning og holder væksten på et pænt niveau. Derudover forventer vi, at de kinesiske myndigheder via deres økonomiske politik vil nå deres vækstmål, og at finanspolitikken vil blive lempet yderligere. Denne strategi er ikke holdbar på længere sigt, men den kan formentlig være effektiv på den korte bane.

Vi forventer, at USA's kommende præsident, Donald Trump, vil udvise en mere pragmatisk tilgang og ikke indfri sine mest kontroversielle valgløfter. Vi forventer dog, at han vil indføre nogle tiltag rettet specifikt mod samhandlen, som kan ramme de nye markeder, men ikke at der vil blive indført vidtrækkende toldafgifter eller mere ekstreme tiltag, som at trække USA ud af Verdenshandelsorganisationen (WTO). Vi vil fortsat holde øje med risikoen for, om nogle af disse tiltag bliver gennemført fremsat som forslag, da det kan skabe uro på markederne.

Vi forventer højere inflation i Mexico, som følge af en svækkelse af landets valuta og følgevirkningen heraf samt dereguleringen af benzinpriserne. Vi forventer højere inflation i Tyrkiet på grund af den svagere valuta samt manglende vilje i centralbanken til at nå det fastsatte inflationsmål.

Inflationen i Brasilien ventes at falde og nærme sig målsætningen, hvilket bør give centralbanken rigeligt med plads til yderligere rentesænkninger. Vi fastholder vores overvægt af brasilianske indeksobligationer, men har reduceret overvægten af varighed (rentefølsomhed) i landet.

Vi indledte også 2017 med en overvægt af russiske indeksobligationer, da realrenterne er høje, og da vi forventer, at valutaen vil styrkes som følge af en bedring i forholdet med den vestlige verden samt den stigende oliepris.

Vi holder øje med renteforhøjelser i USA, som også kan føre til højere renter på de nye markeder. Vi indleder 2017 med en neutral placering i forhold til varighed.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.



## Tillväxtmarknadsobligationer Real Ränta, klass SEK

Andelsklasse under Nye Markeder Indeksobligationer – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	-	2015	2016
Afkast i SEK (pct.)*	-	-	-	÷11,20	19,47
Benchmarkafkast i SEK (pct.)*	-	-	-	÷11,71	20,04
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	88,80	106,09
Nettoreultat (t.DKK)*	-	-	-	÷1.175	1.448
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	1,24	1,24
Investorers formue (t.DKK)	-	-	-	10.892	13.100
Antal andele	-	-	-	150.514	159.125
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	100	100

\* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK	1.1.-31.12.2016	6.5.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	1.597	÷1.082
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	150	93
<b>Klassens resultat</b>	<b>1.448</b>	<b>÷1.175</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorers formue primo	10.892	0
Emissioner i året	2.457	12.100
Indløsninger i året	÷1.717	÷31
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	21	÷2
Overførsel af periodens resultat	1.448	÷1.175
<b>Investorers formue ultimo</b>	<b>13.100</b>	<b>10.892</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	150.514	0
Emissioner i året	29.921	150.916
Indløsninger i året	÷21.310	÷402
<b>Andele ultimo året</b>	<b>159.125</b>	<b>150.514</b>

## Nye Markeder Obligationer KL

Investorerer primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra emerging markets-landene. Hovedparten af afdelingens investeringer afdækkes mod danske kroner eller euro. Afdelingen er aktivt styret.

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Afdelingen investerer primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra lande i de nye markeder udstedt i USD, GBP, CAD, CHF, JPY eller EUR. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for disse obligationer. De nye markeder kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Afdelingen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet.

### Markedet

Efter en negativ start på året præget af faldende energipriser endte 2016 med at blive et rigtig godt år for aktivklassen. Merrenten på obligationer fra de nye markeder i forhold til tilsvarende amerikanske statsobligationer (kreditspændet) blev således indsnævret med 0,75 procentpoint over året til 3,40 procentpoint ved årets udgang. De drivende kræfter bag denne spændindsnævring var en stigning i olieprisen på over 50 pct. henover året samt et generelt forbedret makroøkonomisk billede i de nye markeder præget af stigende vækst og forbedrede betalingsbalancer.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 10,57 pct., mens benchmark steg 8,27 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter. Afdelingen har mere end indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet positiv renteutvikling i forhold til vores forventninger og lavere merrente i forhold til sammenlignelige statsobligationer.

### Vurdering af resultatet

Afdelingen havde en noget større kursfølsomhed over for generelle ændringer i kreditspændene end dets benchmark, og afdelingen fik derfor en ekstra stor gevinst som følge af den relativt store indsnævring af kreditspændene, der fandt sted i løbet af året. Oveni blev afdelingen begunstiget af endnu større positive bidrag fra såvel landeallokeringen som obligationsudvælgelsen inden for de enkelte lande. Her var bidraget til merafkastet i forhold til benchmark ca. halvanden gange så stort fra obligationsudvælgelsen, som det var fra selve landevalget.

Inden for landevalget var der store positive relative bidrag fra undervægtene i Libanon, Polen, Litauen, Tyrkiet, Kina og Filippinerne samt fra overvægtene i Argentina, Venezuela, Ecuador og Rusland. De største negative relative bidrag kom fra overvægtene i Mozambique, Rumænien og Indien samt fra vores undervægt i Chile. Med hensyn til obligationsudvælgelsen kom det klart største bidrag fra Brasilien i kraft af vores investeringer i det statsejede olieselskab Petrobras. Men der

### Afdelingens profil

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Oktober 2002
Risikoindikator (1-7): 4
Benchmark: JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified. Hedged til DKK
Fondskode: DK0016209323
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Varigheder

0-1 år	2,0%
1-3 år	16,7%
3-5 år	24,5%
5-10 år	39,1%
Over 10 år	12,5%
Øvrige inkl. likvide	5,2%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,86
Standardafvigelse	6,31
Tracking error	1,25
Information Ratio	0,38
Sharpe Ratio (benchm.)	0,84
Standardafvigelse (benchm.)	5,92

## Nye Markeder Obligationer KL

var også store positive bidrag fra obligationsudvælgelsen i Argentina, Mexico, Rusland og Venezuela.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Afdelingen har en relativt lang gennemsnitlig løbetid og en deraf følgende stor følsomhed over for rentestigninger. Hvis den økonomiske vækst i USA overrasker positivt og fører til rentestigninger ud over, hvad der allerede er indregnet i den nuværende amerikanske rentekurve, kan det få en ikke ubetydelig negativ effekt på afkastet. Hvis den underliggende amerikanske rente stiger med ét procentpoint i 2017, og kreditspændene forbliver uændrede, vil det således resultere i et negativt afkast i afdelingen på omkring 0,5 pct.

En anden væsentlig risikofaktor er, hvad der kommer til ske på handelsområdet i USA under den nye præsident, Donald Trump. Under valgkampen truede Trump med at ville gennemføre forskellige protektionistiske tiltag, som - hvis de bliver en realitet - kan få alvorlige følgevirkninger for verdenshandelen, hvor især Latinamerika og Sydøstasien må formodes at ville blive ramt. Det vil dog være meget problematisk at bryde internationale handelsaftaler, ikke mindst hvis de er indgået i WTO-regi, ligesom der i USA vil være stor intern modstand i brede og indflydelsesrige kredse mod for alvor at slå ind på en protektionistisk kurs. Men skulle det alligevel ske, vil det kunne skabe en meget negativ stemning i markedet med negative implikationer for afdelingens afkast, da mange lande i de nye markeder er meget afhængige af deres eksport til den udviklede del af verden.

Vi forventer en stabil vækst i Kina i 2017, men skulle der mod forventning indtræffe en pludselig afmatning, som skaber frygt for en decideret hård landing, kan det ligeledes gå hen at få en betydelig negativ effekt på stemningen i markedet og dermed på afdelingens afkast.

Afdelingen har en stor eksponering til energiproducerende lande som Rusland, Aserbajdsjan, Venezuela, Ecuador og Irak. I tilfælde af nye, store fald i prisen på olie og gas risikerer obligationsmarkederne i de ovennævnte lande m.fl. at komme under fornyet pres.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer solid vækst i verdensøkonomien i 2017 og relativt stabile råvarepriser, hvilket vil bane vejen for en vending i de seneste fire års nedadgående trend i den gennemsnitlige kreditkvalitet for lande i de nye markeder. På den baggrund vurderer vi, at det nuværende kreditspænd er fair set i historisk perspektiv og til den billige side, når vi sammenligner med 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 mindre, positivt afkast på emerging markets-obligationer i 2017. Vi må dog erkende, at usikkerheden omkring den amerikanske renteutvikling er stor, ligesom den nye amerikanske præsidents politik på handelsområdet udgør en betydelig risikofaktor for de nye markeder.

Indtil videre vil vi bibeholde en højere kreditrisiko, dvs. følsomhed over for ændringer i kreditspændene, sammenlignet med benchmark. Derimod agter vi at holde renterisikoen, dvs. eksponeringen over for ændringer i de underliggende amerikanske statsrenter, tæt på benchmark.

Ved indgangen af året holder vi fast i regionsallokeringen med overvægten i Europa og Latinamerika på bekostning af Asien og Mellemøsten.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Nye Markeder Obligationer KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	511.696	648.604	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	1.088	637	Indestående i depotselskab	462.486	44.230
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>510.608</b>	<b>647.967</b>	<b>I alt likvide midler</b>	<b>462.486</b>	<b>44.230</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab:</b>			<b>Obligationer:</b>		
Obligationer	624.471	574.789	Not. obl. fra udl. udstedere	7.627.267	9.615.018
Afledte finansielle instr.	÷298.746	÷1.156.913	<b>I alt obligationer</b>	<b>7.627.267</b>	<b>9.615.018</b>
Valutakonti	÷20.190	118.634	<b>Afl. finansielle instr.:</b>		
Øvrige aktiver/passiver	÷290	÷7	Unot. afl. finansielle instr.	635	147.151
4 Handelsomkostninger	÷422	÷685	<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>635</b>	<b>147.151</b>
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>304.824</b>	<b>÷464.182</b>	<b>Andre aktiver:</b>		
<b>I alt indtægter</b>	<b>815.432</b>	<b>183.785</b>	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	132.789	161.821
5 Administrationsomkostninger	93.192	116.129	Mellemvær. vedr. handelsafv.	25.432	0
<b>Resultat før skat</b>	<b>722.240</b>	<b>67.656</b>	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>158.222</b>	<b>161.821</b>
Skat	0	0	<b>Aktiver i alt</b>	<b>8.248.609</b>	<b>9.968.220</b>
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>722.240</b>	<b>67.656</b>	<b>Passiver</b>		
<b>Resultatdisponering</b>			7 Investorers formue	8.188.394	9.957.196
Foreslået udlodning	262.847	0	<b>Afledte finansielle instrumenter:</b>		
Overført til udlodning næste år	3.901	÷141.883	Unot. afl. finansielle instr.	58.675	10.388
6 Disponeret i alt vedr. udlodning	266.748	÷141.883	<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>58.675</b>	<b>10.388</b>
Overført til formuen	455.493	209.539	<b>Anden gæld:</b>		
<b>I alt disponeret</b>	<b>722.240</b>	<b>67.656</b>	Skyldige omkostninger	1.540	636
			<b>I alt anden gæld</b>	<b>1.540</b>	<b>636</b>
			<b>Passiver i alt</b>	<b>8.248.609</b>	<b>9.968.220</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	20,49	÷5,24	5,48	0,85	10,57
Benchmarkafkast (pct.)	16,54	÷5,78	6,91	0,24	8,27
Sharpe Ratio	1,82	0,82	0,81	0,04	0,86
Indre værdi (DKK pr. andel)	128,09	108,25	111,95	112,70	124,61
Nettoresultat (t.DKK)	1.240.089	÷465.528	507.424	67.656	722.240
Udbytte (DKK pr. andel)	13,90	2,20	0,20	0,00	4,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,03	1,00	1,04	1,09	1,14
ÅOP	1,29	1,33	1,34	1,30	1,30
Omsætningshastighed (antal gange)	0,23	0,22	0,57	0,57	0,36
Investorers formue (t.DKK)	9.318.273	8.782.573	10.153.205	9.957.196	8.188.394
Antal andele	72.574.834	81.129.925	90.693.834	88.348.452	65.711.701
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

## Nye Markeder Obligationer KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	237	4
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	509.111	647.283
Unoterede obligationer	0	495
Andre renteindtægter	2.348	822
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>511.696</b>	<b>648.604</b>

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	1.088	637
<b>I alt renteudgifter</b>	<b>1.088</b>	<b>637</b>

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	624.471	574.789
Terminforretninger/futures m.m.	+234.786	+1.160.847
Renteforretninger	+63.960	3.933
Valutakonti	+20.190	118.634
Øvrige aktiver/passiver	+290	+7
Handelsomkostninger	+422	+685
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>304.824</b>	<b>+464.182</b>

Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	+438	+688
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	16	2
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>+422</b>	<b>+685</b>

Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	0	0
Managementhonorar	81.747	0	101.197	0
Fast administrationshonorar	11.445	0	14.932	0
I alt opdelte adm.omk.	93.192	0	116.129	0
<b>I alt adm.omkostninger</b>		<b>93.192</b>		<b>116.129</b>

### Note 6: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK 2016 2015

Renter og udbytter	510.608	647.967
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	0	637
Kursgevinst til udlodning	42.926	+777.695
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	+53.770	+17.760
Udlodning overført fra sidste år	+141.883	4.968
<b>Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger</b>	<b>357.882</b>	<b>+141.883</b>
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	93.192	116.129
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	2.058	6.308
<b>I alt til rådighed for udlodning, brutto</b>	<b>266.748</b>	<b>+251.703</b>
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	0	+109.820
<b>I alt til rådighed for udlodning, netto</b>	<b>266.748</b>	<b>+141.883</b>

### Note 7: Investorers formue 2016 2015

	2016		2015	
	Antal andele i 1.000 DKK	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele i 1.000 DKK	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerers formue primo	88.348.452	9.957.196	90.693.834	10.153.205
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		0		+18.139
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		0		+1.156
Emissioner i året	10.000.817	1.272.179	10.884.602	1.248.830
Indløsninger i året	+32.637.568	+3.780.239	+13.229.984	+1.508.264
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		17.017		15.063
Foreslået udlodning		262.847		0
Overførsel af periodens resultat		455.493		209.539
Overført til udlodning næste år		3.901		+141.883
<b>I alt investorernes formue</b>	<b>65.711.701</b>	<b>8.188.394</b>	<b>88.348.452</b>	<b>9.957.196</b>

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct. Børsnoterede finansielle instrumenter	2016	2015
Øvrige finansielle instrumenter	+0,7	1,4
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>92,4</b>	<b>97,9</b>
Øvrige aktiver og passiver	7,6	2,1
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

### Underliggende eksponering ved valuta-terminsforretninger i 1.000 DKK

Valuta	Eksponering 2016
DKK	7.701.735
EUR	+926.217
JPY	+17.928
USD	+6.820.750

Underliggende eksponering ved futures i 1.000 DKK	2016
Solgte rentefutures, underliggende eksponering	393.753
Købte rentefutures, underliggende eksponering	1.558.359

### Netto position af sikkerheder i 1.000 DKK

Sikkerheder vedr. afledte finansielle instrumenter opgjort netto

Sikkerhed i form af:	2016
Likvide midler	22.284
<b>I alt sikkerhed</b>	<b>22.284</b>

Danske Bank er modpart ved de afledte finansielle instrumenter.

## *Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL*

Investerer primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra emerging markedslandene. Valutarisikoen er begrænset, da andelsklasserne valutaafdækkes mod deres udstedelsesvaluta. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingen udbydes i fire andelsklasser:

- Emerging Markets Debt Hard Currency, osuuslaji EUR W h
- Emerging Markets Debt Hard Currency – Accumulating, class EUR h
- Nye Markeder Obligasjon, klasse NOK h
- Tillväxtmarknadsobligationer, klass SEK h

Afdelingens ledelsesberetning og det samlede regnskab omfattende resultat af investeringer m.m., som foretages fælles for klasserne, samt resultat af klassernes egne valutaafdækninger og omkostninger findes på de følgende sider:

Noter for de enkelte klasser findes også på de følgende sider:

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

## Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK		31.12.2016 1.000 DKK	31.12.2015 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	342.355	299.915	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	344	11	Indestående i depotselskab	310.980	72.788
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>342.011</b>	<b>299.904</b>	<b>I alt likvide midler</b>	<b>310.980</b>	<b>72.788</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab:</b>			<b>Obligationer:</b>		
Obligationer	480.933	294.986	Not. obl. fra udl. udstedere	5.542.486	4.925.495
Afledte finansielle instr.	÷514.585	÷617.499	<b>I alt obligationer</b>	<b>5.542.486</b>	<b>4.925.495</b>
Valutakonti	168.062	176.958	<b>Afl. finansielle instr.:</b>		
Øvrige aktiver/passiver	÷57	120	Unot. afl. finansielle instr.	34.542	33.093
4 Handelsomkostninger	÷280	÷330	<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>34.542</b>	<b>33.093</b>
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>134.073</b>	<b>÷145.765</b>	<b>Andre aktiver:</b>		
<b>I alt indtægter</b>	<b>476.084</b>	<b>154.139</b>	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	96.623	81.156
5 Administrationsomkostninger	58.665	52.720	Mellemvær. vedr. handelsafv.	24.687	0
<b>Resultat før skat</b>	<b>417.419</b>	<b>101.419</b>	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>121.310</b>	<b>81.156</b>
Skat	0	0	<b>Aktiver i alt</b>	<b>6.009.318</b>	<b>5.112.532</b>
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>417.419</b>	<b>101.419</b>	<b>Passiver</b>		
<b>Resultatdisponering</b>			6 Investorerers formue	5.953.238	5.063.992
Overført til formuen	417.419	101.419	<b>Afledte finansielle instrumenter:</b>		
<b>I alt disponeret</b>	<b>417.419</b>	<b>101.419</b>	Unot. afl. finansielle instr.	55.009	45.358
			<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>55.009</b>	<b>45.358</b>
			<b>Anden gæld:</b>		
			Skyldige omkostninger	1.035	342
			Mellemvær. vedr. handelsafv.	36	2.840
			<b>I alt anden gæld</b>	<b>1.071</b>	<b>3.182</b>
			<b>Passiver i alt</b>	<b>6.009.318</b>	<b>5.112.532</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Nettoresultat (t.DKK)	273.074	÷130.360	159.630	101.419	417.419
Omsætningshastighed (antal gange)	0,30	0,00	0,27	0,48	0,34
Investorerers formue (t.DKK)	2.269.285	2.922.412	5.039.351	5.063.992	5.953.238

## Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	534	5
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	340.383	299.202
Unoterede obligationer	0	278
Andre renteindtægter	1.437	430
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>342.355</b>	<b>299.915</b>

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	344	11
<b>I alt renteudgifter</b>	<b>344</b>	<b>11</b>

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	480.933	294.499
Unoterede obligationer	0	487
Terminsforsretninger/futures m.m.	÷ 469.734	÷ 627.099
Rentefforretninger	÷ 44.851	9.601
Valutakonti	168.062	176.958
Øvrige aktiver/passiver	÷ 57	120
Handelsomkostninger	÷ 280	÷ 330
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>134.073</b>	<b>÷ 145.765</b>

Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷ 294	÷ 335
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	14	5
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>÷ 280</b>	<b>÷ 330</b>

Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.	Afdelingsdirekte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	1	0	0	0
Managementhonorar	49.845	0	44.749	0
Fast administrationshonorar	8.819	0	7.971	0
I alt opdeltede adm.omk.	58.665	0	52.720	0
<b>I alt adm.omkostninger</b>		<b>58.665</b>		<b>52.720</b>

Note 6: Investorers formue	2016	2015
	Antal andele i 1.000 DKK	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo		5.063.992
Emissioner i året		1.475.541
Indløsninger i året		÷ 1.017.422
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		13.708
Overførsel af periodens resultat		417.419
<b>I alt investoreernes formue</b>		<b>5.953.238</b>

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	93,1	97,3
Øvrige finansielle instrumenter	÷ 0,3	÷ 0,2
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>92,8</b>	<b>97,0</b>
Øvrige aktiver og passiver	7,2	3,0
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

### Underliggende eksponering ved valutaterminsforsretninger i 1.000 DKK

Valuta	Eksponering 2016
DKK	÷ 9.286
EUR	4.831.281
JPY	÷ 11.285
USD	÷ 4.863.167

### Underliggende eksponering ved futures i 1.000 DKK

Solgte rentefutures, underliggende eksponering	397.009
Købte rentefutures, underliggende eksponering	1.116.782

### Netto position af sikkerheder i 1.000 DKK

Sikkerheder vedr. afledte finansielle instrumenter opgjort netto

Sikkerhed i form af:	
Likvide midler	17.059
<b>I alt sikkerhed</b>	<b>17.059</b>

Danske Bank er modpart ved de afledte finansielle instrumenter.



## Emerging Markets Debt Hard Currency, osuuslaji EUR Wh

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra lande i de nye markeder udstedt i USD, GBP, CAD, CHF, JPY eller EUR. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for disse obligationer. De nye markeder kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet.

### Markedet

Efter en negativ start på året præget af faldende energipriser endte 2016 med at blive et rigtig godt år for aktivklassen. Merrenten på obligationer fra de nye markeder i forhold til

tilsvarende amerikanske statsobligationer (kreditspændet) blev således indsnævret med 0,75 procentpoint over året til 3,40 procentpoint ved årets udgang. De drivende kræfter bag denne spændindsnævring var en stigning i olieprisen på over 50 pct. henover året samt et generelt forbedret makroøkonomisk billede i de nye markeder præget af stigende vækst og forbedrede betalingsbalancer.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et afkast på 10,49 pct. målt i EUR, mens benchmark steg 8,32 pct. målt i EUR. Andelsklassens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet positiv renteutvikling i forhold til vores forventninger og lavere merrente i forhold til sammenlignelige statsobligationer.

### Vurdering af resultatet

Andelsklassen havde en noget større kursfølsomhed over for generelle ændringer i kreditspændene end dets benchmark, og andelsklassen fik derfor en ekstra stor gevinst som følge af den relativt store indsnævring af kreditspændene, der fandt sted i løbet af året. Oveni blev andelsklassen begunstiget af endnu større positive bidrag fra såvel landeallokeringen som obligationsudvælgelsen inden for de enkelte lande. Her var bidraget til merafkastet i forhold til benchmark ca. halvanden gange så stort fra obligationsudvælgelsen, som det var fra selve landevalget.

Inden for landevalget var der store positive relative bidrag fra undervægtene i Libanon, Polen, Litauen, Tyrkiet, Kina og Filippinerne samt fra overvægtene i Argentina, Venezuela, Ecuador og Rusland. De største negative relative bidrag kom fra overvægtene i Mozambique, Rumænien og Indien samt fra vores undervægt i Chile. Med hensyn til obligationsudvælgelsen kom det klart største bidrag fra Brasilien i kraft af vores investeringer i det statsejede olieselskab Petrobras. Men der var også store positive bidrag fra obligationsudvælgelsen i Argentina, Mexico, Rusland og Venezuela.

### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Maj 2014
Risikoindikator [1-7]: 4
Benchmark: JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified. Hedged til EUR
Fondskode: DK0060549863
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Varigheder

0-1 år	2,1%
1-3 år	15,6%
3-5 år	24,7%
5-10 år	41,4%
Over 10 år	11,6%
Øvrige inkl. likvide	4,6%

## Emerging Markets Debt Hard Currency, osuuslaji EUR Wh

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Andelsklassen har en relativt lang gennemsnitlig løbetid og en deraf følgende stor følsomhed over for rentestigninger. Hvis den økonomiske vækst i USA overrasker positivt og fører til rentestigninger ud over, hvad der allerede er indregnet i den nuværende amerikanske rentekurve, kan det få en ikke ubetydelig negativ effekt på afkastet. Hvis den underliggende amerikanske rente stiger med ét procentpoint i 2017, og kreditspændene forbliver uændrede, vil det således resultere i et negativt afkast i andelsklassen på omkring 0,5 pct.

En anden væsentlig risikofaktor er, hvad der kommer til ske på handelsområdet i USA under den nye præsident, Donald Trump. Under valgkampen truede Trump med at ville gennemføre forskellige protektionistiske tiltag, som – hvis de bliver en realitet – kan få alvorlige følgevirkninger for verdenshandelen, hvor især Latinamerika og Sydøstasien må formodes at ville blive ramt. Det vil dog være meget problematisk at bryde internationale handelsaftaler, ikke mindst hvis de er indgået i WTO-regi, ligesom der i USA vil være stor intern modstand i brede og indflydelsesrige kredse mod for alvor at slå ind på en protektionistisk kurs. Men skulle det alligevel ske, vil det kunne skabe en meget negativ stemning i markedet med negative implikationer for andelsklassens afkast, da mange lande i de nye markeder er meget afhængige af deres eksport til den udviklede del af verden.

Vi forventer en stabil vækst i Kina i 2017, men skulle der mod forventning indtræffe en pludselig afmatning, som skaber frygt for en decideret hård landing, kan det ligeledes gå hen at få en betydelig negativ effekt på stemningen i markedet og dermed på andelsklassens afkast.

Andelsklassen har en stor eksponering til energiproducerende lande som Rusland, Aserbajdsjan, Venezuela, Ecuador og Irak. I tilfælde af nye, store fald i prisen på olie og gas risikerer obligationsmarkederne i de ovennævnte lande m.fl. at komme under fornyet pres.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer solid vækst i verdensøkonomien i 2017 og relativt stabile råvarepriser, hvilket vil bane vejen for en vending i de seneste fire års nedadgående trend i den gennemsnitlige kreditkvalitet for lande i de nye markeder. På den baggrund vurderer vi, at det nuværende kreditspænd er fair set i historisk perspektiv og til den billige side, når vi sammenligner med 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 mindre, positivt afkast på emerging markets-obligationer i 2017. Vi må dog erkende, at usikkerheden omkring den amerikanske renteutvikling er stor, ligesom den nye amerikanske præsidents politik på handelsområdet udgør en betydelig risikofaktor for de nye markeder.

Indtil videre vil vi bibeholde en højere kreditrisiko, dvs. følsomhed over for ændringer i kreditspændene, sammenlignet med benchmark. Derimod agter vi at holde renterisikoen, dvs. eksponeringen over for ændringer i de underliggende amerikanske statsrenter, tæt på benchmark.

Ved indgangen af året holder vi fast i regionsallokeringen med overvægten i Europa og Latinamerika på bekostning af Asien og Mellemøsten.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Emerging Markets Debt Hard Currency, osuuslaji EUR Wh

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	2014	2015	2016
Afkast i EUR (pct.)*	-	-	÷0,42	1,63	10,49
Benchmarkafkast i EUR (pct.)*	-	-	0,07	0,74	8,32
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	9,96	10,12	11,18
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	÷20.907	9.109	135.396
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	1,04	1,04	1,04
Investorers formue (t.DKK)	-	-	895.533	1.405.389	2.439.407
Antal andele	-	-	12.077.228	18.608.754	29.340.871
Stykstørrelse i DKK	-	-	10	10	10

\* 2014 dækker en periode på mindre end 12 måneder

<b>KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK</b>	<b>1.1.-31.12.2016</b>	<b>1.1.-31.12.2015</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen	155.502	20.610
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	20.106	11.501
<b>Klassens resultat</b>	<b>135.396</b>	<b>9.109</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorers formue primo	1.405.389	895.533
Emissioner i året	1.009.541	526.521
Indløsninger i året	÷117.136	÷28.843
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	6.217	3.069
Overførsel af periodens resultat	135.396	9.109
<b>Investorers formue ultimo</b>	<b>2.439.407</b>	<b>1.405.389</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	18.608.754	12.077.228
Emissioner i året	12.134.575	6.918.910
Indløsninger i året	÷1.402.457	÷387.384
<b>Andele ultimo året</b>	<b>29.340.871</b>	<b>18.608.754</b>

## Emerging Markets Debt Hard Currency – Accumulating class EUR h

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra lande i de nye markeder udstedt i USD, GBP, CAD, CHF, JPY eller EUR. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for disse obligationer. De nye markeder kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet.

### Markedet

Efter en negativ start på året præget af faldende energipriser endte 2016 med at blive et rigtig godt år for aktivklassen. Merrenten på obligationer fra de nye markeder i forhold til

tilsvarende amerikanske statsobligationer (kreditspændet) blev således indsnævret med 0,75 procentpoint over året til 3,40 procentpoint ved årets udgang. De drivende kræfter bag denne spændindsnævring var en stigning i olieprisen på over 50 pct. henover året samt et generelt forbedret makroøkonomisk billede i de nye markeder præget af stigende vækst og forbedrede betalingsbalancer.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et afkast på 10,49 pct. målt i EUR, mens benchmark steg 8,32 pct. målt i EUR. Andelsklassens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet positiv renteutvikling i forhold til vores forventninger og lavere merrente i forhold til sammenlignelige statsobligationer.

### Vurdering af resultatet

Andelsklassen havde en noget større kursfølsomhed over for generelle ændringer i kreditspændene end dets benchmark, og andelsklassen fik derfor en ekstra stor gevinst som følge af den relativt store indsnævring af kreditspændene, der fandt sted i løbet af året. Oveni blev andelsklassen begunstiget af endnu større positive bidrag fra såvel landeallokeringen som obligationsudvælgelsen inden for de enkelte lande. Her var bidraget til merafkastet i forhold til benchmark ca. halvanden gange så stort fra obligationsudvælgelsen, som det var fra selve landevalget.

Inden for landevalget var der store positive relative bidrag fra undervægtene i Libanon, Polen, Litauen, Tyrkiet, Kina og Filippinerne samt fra overvægtene i Argentina, Venezuela, Ecuador og Rusland. De største negative relative bidrag kom fra overvægtene i Mozambique, Rumænien og Indien samt fra vores undervægt i Chile. Med hensyn til obligationsudvælgelsen kom det klart største bidrag fra Brasilien i kraft af vores investeringer i det statsejede olieselskab Petrobras. Men der var også store positive bidrag fra obligationsudvælgelsen i Argentina, Mexico, Rusland og Venezuela.

### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: August 2011
Risikoindikator (1-7): 4
Benchmark: JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified. Hedged til EUR
Fondskode: DK0060294429
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Varigheder

0-1 år	2,1%
1-3 år	15,6%
3-5 år	24,7%
5-10 år	41,4%
Over 10 år	11,6%
Øvrige inkl. likvide	4,6%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,90
Standardafvigelse	6,33
Tracking error	1,21
Information Ratio	0,52
Sharpe Ratio (benchm.)	0,86
Standardafvigelse (benchm.)	5,92

## Emerging Markets Debt Hard Currency – Accumulating class EUR h

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Andelsklassen har en relativt lang gennemsnitlig løbetid og en deraf følgende stor følsomhed over for rentestigninger. Hvis den økonomiske vækst i USA overrasker positivt og fører til rentestigninger ud over; hvad der allerede er indregnet i den nuværende amerikanske rentekurve, kan det få en ikke ubetydelig negativ effekt på afkastet. Hvis den underliggende amerikanske rente stiger med ét procentpoint i 2017, og kreditspændene forbliver uændrede, vil det således resultere i et negativt afkast i andelsklassen på omkring 0,5 pct.

En anden væsentlig risikofaktor er, hvad der kommer til ske på handelsområdet i USA under den nye præsident, Donald Trump. Under valgkampen truede Trump med at ville gennemføre forskellige protektionistiske tiltag, som – hvis de bliver en realitet – kan få alvorlige følger for verdenshandelen, hvor især Latinamerika og Sydøstasien må formodes at ville blive ramt. Det vil dog være meget problematisk at bryde internationale handelsaftaler; ikke mindst hvis de er indgået i WTO-regi, ligesom der i USA vil være stor intern modstand i brede og indflydelsesrige kredse mod for alvor at slå ind på en protektionistisk kurs. Men skulle det alligevel ske, vil det kunne skabe en meget negativ stemning i markedet med negative implikationer for andelsklassens afkast, da mange lande i de nye markeder er meget afhængige af deres eksport til den udviklede del af verden.

Vi forventer en stabil vækst i Kina i 2017, men skulle der mod forventning indtræffe en pludselig afmatning, som skaber frygt for en decideret hård landing, kan det ligeledes gå hen at få en betydelig negativ effekt på stemningen i markedet og dermed på andelsklassens afkast.

Andelsklassen har en stor eksponering til energiproducerende lande som Rusland, Aserbajdsjan, Venezuela, Ecuador og Irak. I tilfælde af nye, store fald i prisen på olie og gas risikerer obligationsmarkederne i de ovennævnte lande m.fl. at komme under fornyet pres.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer solid vækst i verdensøkonomien i 2017 og relativt stabile råvarepriser, hvilket vil bane vejen for en vending i de seneste fire års nedadgående trend i den gennemsnitlige kreditkvalitet for lande i de nye markeder. På den baggrund vurderer vi, at det nuværende kreditspænd er fair set i historisk perspektiv og til den billige side, når vi sammenligner med 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 mindre, positivt afkast på emerging markets-obligationer i 2017. Vi må dog erkende, at usikkerheden omkring den amerikanske renteutvikling er stor; ligesom den nye amerikanske præsidents politik på handelsområdet udgør en betydelig risikofaktor for de nye markeder.

Indtil videre vil vi bibeholde en højere kreditrisiko, dvs. følsomhed over for ændringer i kreditspændene, sammenlignet med benchmark. Derimod agter vi at holde renterisikoen, dvs. eksponeringen over for ændringer i de underliggende amerikanske statsrenter, tæt på benchmark.

Ved indgangen af året holder vi fast i regionsallokeringen med overvægten i Europa og Latinamerika på bekostning af Asien og Mellemøsten.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Emerging Markets Debt Hard Currency – Accumulating class EUR h

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast i EUR (pct.)	20,97	÷4,53	6,01	1,57	10,49
Benchmarkafkast i EUR (pct.)	16,82	÷5,58	7,09	0,74	8,32
Sharpe Ratio i EUR	-	-	0,83	0,10	0,90
Indre værdi (DKK pr. andel)	12,16	11,61	12,31	12,50	13,81
Nettoresultat (t.DKK)	272.824	÷110.846	242.021	42.070	138.586
Administrationsomkostninger (pct.)	1,02	1,00	1,04	1,04	1,04
ÅOP	1,28	1,30	1,34	1,20	1,20
Investorers formue (t.DKK)	2.247.898	2.452.523	2.512.760	1.515.630	1.453.395
Antal andele	24.777.492	28.318.724	27.421.755	16.248.005	14.153.143
Stykstørrelse i DKK	10	10	10	10	10

KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	153.919	61.280
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	15.333	19.211
<b>Klassens resultat</b>	<b>138.586</b>	<b>42.070</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorers formue primo	1.515.630	2.512.760
Emissioner i året	91.923	198.739
Indløsninger i året	÷294.860	÷1.245.788
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	2.116	7.849
Overførsel af periodens resultat	138.586	42.070
<b>Investorers formue ultimo</b>	<b>1.453.395</b>	<b>1.515.630</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	16.248.005	27.421.755
Emissioner i året	884.229	2.129.428
Indløsninger i året	÷2.979.091	÷13.303.178
<b>Andele ultimo året</b>	<b>14.153.143</b>	<b>16.248.005</b>

## Nye Markeder Obligasjon, klasse NOK h

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindekoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra lande i de nye markeder udstedt i USD, GBP, CAD, CHF, JPY eller EUR. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for disse obligationer. De nye markeder kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet.

### Markedet

Efter en negativ start på året præget af faldende energipriser endte 2016 med at blive et rigtig godt år for aktivklassen. Merrenten på obligationer fra de nye markeder i forhold til

tilsvarende amerikanske statsobligationer (kreditspændet) blev således indsnævret med 0,75 procentpoint over året til 3,40 procentpoint ved årets udgang. De drivende kræfter bag denne spændindsnævring var en stigning i olieprisen på over 50 pct. henover året samt et generelt forbedret makroøkonomisk billede i de nye markeder præget af stigende vækst og forbedrede betalingsbalancer.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et afkast på 11,36 pct. målt i NOK, mens benchmark steg 9,81 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet positiv renteutvikling i forhold til vores forventninger og lavere merrente i forhold til sammenlignelige statsobligationer.

### Vurdering af resultatet

Andelsklassen havde en noget større kursfølsomhed over for generelle ændringer i kreditspændene end dets benchmark, og andelsklassen fik derfor en ekstra stor gevinst som følge af den relativt store indsnævring af kreditspændene, der fandt sted i løbet af året. Oveni blev andelsklassen begunstiget af endnu større positive bidrag fra såvel landeallokeringen som obligationsudvælgelsen inden for de enkelte lande. Her var bidraget til merafkastet i forhold til benchmark ca. halvanden gange så stort fra obligationsudvælgelsen, som det var fra selve landevalget.

Inden for landevalget var der store positive relative bidrag fra undervægtene i Libanon, Polen, Litauen, Tyrkiet, Kina og Filippinerne samt fra overvægtene i Argentina, Venezuela, Ecuador og Rusland. De største negative relative bidrag kom fra overvægtene i Mozambique, Rumænien og Indien samt fra vores undervægt i Chile. Med hensyn til obligationsudvælgelsen kom det klart største bidrag fra Brasilien i kraft af vores investeringer i det statsejede olieselskab Petrobras. Men der var også store positive bidrag fra obligationsudvælgelsen i Argentina, Mexico, Rusland og Venezuela.

### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Oktober 2013
Risikoindeksator [1-7]: 4
Benchmark: JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified. Hedged til NOK
Fondskode: DK0060517662
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Varigheder

0-1 år	2,2%
1-3 år	15,8%
3-5 år	25,0%
5-10 år	41,9%
Over 10 år	11,7%
Øvrige inkl. likvide	3,4%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,87
Standardafvigelse	6,31
Tracking error	1,13
Information Ratio	0,56
Sharpe Ratio (benchm.)	0,82
Standardafvigelse (benchm.)	5,94

## Nye Markeder Obligasjon, klasse NOK h

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Andelsklassen har en relativt lang gennemsnitlig løbetid og en deraf følgende stor følsomhed over for rentestigninger. Hvis den økonomiske vækst i USA overrasker positivt og fører til rentestigninger ud over, hvad der allerede er indregnet i den nuværende amerikanske rentekurve, kan det få en ikke ubetydelig negativ effekt på afkastet. Hvis den underliggende amerikanske rente stiger med ét procentpoint i 2017, og kreditspændene forbliver uændrede, vil det således resultere i et negativt afkast i andelsklassen på omkring 0,5 pct.

En anden væsentlig risikofaktor er, hvad der kommer til ske på handelsområdet i USA under den nye præsident, Donald Trump. Under valgkampen truede Trump med at ville gennemføre forskellige protektionistiske tiltag, som – hvis de bliver en realitet – kan få alvorlige følgevirkninger for verdenshandelen, hvor især Latinamerika og Sydøstasien må formodes at ville blive ramt. Det vil dog være meget problematisk at bryde internationale handelsaftaler, ikke mindst hvis de er indgået i WTO-regi, ligesom der i USA vil være stor intern modstand i brede og indflydelsesrige kredse mod for alvor at slå ind på en protektionistisk kurs. Men skulle det alligevel ske, vil det kunne skabe en meget negativ stemning i markedet med negative implikationer for andelsklassens afkast, da mange lande i de nye markeder er meget afhængige af deres eksport til den udviklede del af verden.

Vi forventer en stabil vækst i Kina i 2017, men skulle der mod forventning indtræffe en pludselig afmatning, som skaber frygt for en decideret hård landing, kan det ligeledes gå hen at få en betydelig negativ effekt på stemningen i markedet og dermed på andelsklassens afkast.

Andelsklassen har en stor eksponering til energiproducerende lande som Rusland, Aserbajdsjan, Venezuela, Ecuador og Irak. I tilfælde af nye, store fald i prisen på olie og gas risikerer obligationsmarkederne i de ovennævnte lande m.fl. at komme under fornyet pres.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer solid vækst i verdensøkonomien i 2017 og relativt stabile råvarepriser, hvilket vil bane vejen for en vending i de seneste fire års nedadgående trend i den gennemsnitlige kreditkvalitet for lande i de nye markeder. På den baggrund vurderer vi, at det nuværende kreditspænd er fair set i historisk perspektiv og til den billige side, når vi sammenligner med 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 mindre, positivt afkast på emerging markets-obligationer i 2017. Vi må dog erkende, at usikkerheden omkring den amerikanske renteutvikling er stor, ligesom den nye amerikanske præsidents politik på handelsområdet udgør en betydelig risikofaktor for de nye markeder.

Indtil videre vil vi bibeholde en højere kreditrisiko, dvs. følsomhed over for ændringer i kreditspændene, sammenlignet med benchmark. Derimod agter vi at holde renterisikoen, dvs. eksponeringen over for ændringer i de underliggende amerikanske statsrenter, tæt på benchmark.

Ved indgangen af året holder vi fast i regionsallokeringen med overvægten i Europa og Latinamerika på bekostning af Asien og Mellemøsten.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.



## Nye Markeder Obligasjon, klasse NOK h

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	2013	2014	2015	2016
Afkast i NOK (pct.)*	-	÷0,82	7,49	2,90	11,36
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	÷1,03	8,34	1,74	9,81
Sharpe Ratio i NOK	-	-	-	-	0,87
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	99,09	106,52	109,61	122,07
Nettoreultat (t.DKK)*	-	÷245	÷18.536	÷19.508	57.488
Administrationsomkostninger (pct.)	-	1,09	1,10	1,09	1,09
Investorers formue (t.DKK)	-	109.778	391.577	346.314	436.905
Antal andele	-	1.241.404	4.478.923	4.070.776	4.370.263
Stykstørrelse i DKK	-	100	100	100	100

\* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

<b>KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK</b>	<b>1.1.-31.12.2016</b>	<b>1.1.-31.12.2015</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen	36.503	9.791
Klassespecifikke transaktioner:		
Terminforretninger	25.216	÷24.009
Administrationsomkostninger	4.231	5.290
<b>Klassens resultat</b>	<b>57.488</b>	<b>÷19.508</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorers formue primo	346.314	391.577
Emissioner i året	182.639	137.215
Indløsninger i året	÷151.373	÷164.628
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	1.836	1.659
Overførsel af periodens resultat	57.488	÷19.508
<b>Investorers formue ultimo</b>	<b>436.905</b>	<b>346.314</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	4.070.776	4.478.923
Emissioner i året	1.932.589	1.483.109
Indløsninger i året	÷1.633.102	÷1.891.257
<b>Andele ultimo året</b>	<b>4.370.263</b>	<b>4.070.776</b>

## Tillväxtmarknadsobligationer, klass SEK h

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra lande i de nye markeder udstedt i USD, GBP, CAD, CHF, JPY eller EUR. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for disse obligationer. De nye markeder kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirkende derfor ikke afkastet.

### Markedet

Efter en negativ start på året præget af faldende energipriser endte 2016 med at blive et rigtig godt år for aktivklassen. Merrenten på obligationer fra de nye markeder i forhold til

tilsvarende amerikanske statsobligationer (kreditspændet) blev således indsnævret med 0,75 procentpoint over året til 3,40 procentpoint ved årets udgang. De drivende kræfter bag denne spændindsnævring var en stigning i olieprisen på over 50 pct. henover året samt et generelt forbedret makroøkonomisk billede i de nye markeder præget af stigende vækst og forbedrede betalingsbalancer.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et afkast på 10,07 pct. målt i SEK, mens benchmark steg 8,07 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet positiv renteutvikling i forhold til vores forventninger og lavere merrente i forhold til sammenlignelige statsobligationer.

### Vurdering af resultatet

Andelsklassen havde en noget større kursfølsomhed over for generelle ændringer i kreditspændene end dets benchmark, og andelsklassen fik derfor en ekstra stor gevinst som følge af den relativt store indsnævring af kreditspændene, der fandt sted i løbet af året. Oveni blev andelsklassen begunstiget af endnu større positive bidrag fra såvel landeallokeringen som obligationsudvælgelsen inden for de enkelte lande. Her var bidraget til merafkastet i forhold til benchmark ca. halvanden gange så stort fra obligationsudvælgelsen, som det var fra selve landevalget.

Inden for landevalget var der store positive relative bidrag fra undervægtene i Libanon, Polen, Litauen, Tyrkiet, Kina og Filippinerne samt fra overvægtene i Argentina, Venezuela, Ecuador og Rusland. De største negative relative bidrag kom fra overvægtene i Mozambique, Rumænien og Indien samt fra vores undervægt i Chile. Med hensyn til obligationsudvælgelsen kom det klart største bidrag fra Brasilien i kraft af vores investeringer i det statsejede olieselskab Petrobras. Men der var også store positive bidrag fra obligationsudvælgelsen i Argentina, Mexico, Rusland og Venezuela.

### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: December 2012
Risikoindikator (1-7): 4
Benchmark: JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified. Hedged til SEK
Fondskode: DK0060486090
Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Varigheder

0-1 år	2,1%
1-3 år	15,3%
3-5 år	24,2%
5-10 år	40,5%
Over 10 år	11,3%
Øvrige inkl. likvide	6,6%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,89
Standardafvigelse	6,38
Tracking error	1,20
Information Ratio	0,50
Sharpe Ratio (benchm.)	0,86
Standardafvigelse (benchm.)	5,94

## Tillväxtmarknadsobligationer, klass SEK h

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Andelsklassen har en relativt lang gennemsnitlig løbetid og en deraf følgende stor følsomhed over for rentestigninger. Hvis den økonomiske vækst i USA overrasker positivt og fører til rentestigninger ud over, hvad der allerede er indregnet i den nuværende amerikanske rentekurve, kan det få en ikke ubetydelig negativ effekt på afkastet. Hvis den underliggende amerikanske rente stiger med ét procentpoint i 2017, og kreditspændene forbliver uændrede, vil det således resultere i et negativt afkast i andelsklassen på omkring 0,5 pct.

En anden væsentlig risikofaktor er, hvad der kommer til ske på handelsområdet i USA under den nye præsident, Donald Trump. Under valgkampen truede Trump med at ville gennemføre forskellige protektionistiske tiltag, som – hvis de bliver en realitet – kan få alvorlige følgevirkninger for verdenshandelen, hvor især Latinamerika og Sydøstasien må formodes at ville blive ramt. Det vil dog være meget problematisk at bryde internationale handelsaftaler, ikke mindst hvis de er indgået i WTO-regi, ligesom der i USA vil være stor intern modstand i brede og indflydelsesrige kredse mod for alvor at slå ind på en protektionistisk kurs. Men skulle det alligevel ske, vil det kunne skabe en meget negativ stemning i markedet med negative implikationer for andelsklassens afkast, da mange lande i de nye markeder er meget afhængige af deres eksport til den udviklede del af verden.

Vi forventer en stabil vækst i Kina i 2017, men skulle der mod forventning indtræffe en pludselig afmatning, som skaber frygt for en decideret hård landing, kan det ligeledes gå hen at få en betydelig negativ effekt på stemningen i markedet og dermed på andelsklassens afkast.

Andelsklassen har en stor eksponering til energiproducerende lande som Rusland, Aserbajdsjan, Venezuela, Ecuador og Irak. I tilfælde af nye, store fald i prisen på olie og gas risikerer obligationsmarkederne i de ovennævnte lande m.fl. at komme under fornyet pres.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi forventer solid vækst i verdensøkonomien i 2017 og relativt stabile råvarepriser, hvilket vil bane vejen for en vending i de seneste fire års nedadgående trend i den gennemsnitlige kreditkvalitet for lande i de nye markeder. På den baggrund vurderer vi, at det nuværende kreditspænd er fair set i historisk perspektiv og til den billige side, når vi sammenligner med 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 mindre, positivt afkast på emerging markets-obligationer i 2017. Vi må dog erkende, at usikkerheden omkring den amerikanske renteutvikling er stor, ligesom den nye amerikanske præsidents politik på handelsområdet udgør en betydelig risikofaktor for de nye markeder.

Indtil videre vil vi bibeholde en højere kreditrisiko, dvs. følsomhed over for ændringer i kreditspændene, sammenlignet med benchmark. Derimod agter vi at holde renterisikoen, dvs. eksponeringen over for ændringer i de underliggende amerikanske statsrenter, tæt på benchmark.

Ved indgangen af året holder vi fast i regionsallokeringen med overvægten i Europa og Latinamerika på bekostning af Asien og Mellemøsten.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Tillväxtmarknadsobligationer, klass SEK h

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast i SEK (pct.)*	0,63	÷3,62	6,70	1,37	10,07
Benchmarkafkast i SEK (pct.)*	0,42	÷4,66	7,59	0,68	8,07
Sharpe Ratio i SEK	-	-	-	0,13	0,89
Indre værdi (DKK pr. andel)	100,63	96,99	103,49	104,90	115,47
Nettoresultat (t.DKK)*	250	÷19.269	÷42.948	69.749	85.949
Administrationsomkostninger (pct.)	1,07	1,09	1,09	1,09	1,09
Investorers formue (t.DKK)	21.387	360.110	1.239.481	1.796.659	1.623.532
Antal andele	244.302	4.404.501	15.235.909	21.018.169	18.119.500
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

\* 2012 dækker en periode på mindre end 12 måneder

KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	196.636	38.716
Klassespecifikke transaktioner:		
Terminsforetninger	÷91.691	47.751
Administrationsomkostninger	18.995	16.718
<b>Klassens resultat</b>	<b>85.949</b>	<b>69.749</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorers formue primo	1.796.659	1.239.481
Emissioner i året	191.438	674.868
Indløsninger i året	÷454.053	÷192.220
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	3.539	4.781
Overførsel af periodens resultat	85.949	69.749
<b>Investorers formue ultimo</b>	<b>1.623.532</b>	<b>1.796.659</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	21.018.169	15.235.909
Emissioner i året	2.166.065	8.054.707
Indløsninger i året	÷5.064.735	÷2.272.447
<b>Andele ultimo året</b>	<b>18.119.500</b>	<b>21.018.169</b>

## Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta KL

Investorerer primært i statsobligationer fra emerging markets-landene udstedt i lokal valuta. Afdelingen er aktivt styret.

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For ydeligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [dankeinvest.dk](http://dankeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindekatoren - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Afdelingen investerer primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra lande i de nye markeder udstedt i lokal valuta. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for disse obligationer. De nye markeder kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder.

Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre valuta ud af landet eller kan gøre det med kort varsel.

### Markedet

Afkastet på lokale obligationer fra de nye markeder var positivt i 2016, hvor en række valutaer på effektiv vis var med til at afbøde uforudsete stød. Råvaremarkederne, og ikke mindst oliemarkedet, genvandt balancen og sluttede året med store prisstigninger. Obligationer fra lande som Brasilien, Indonesien og Columbia gav de højeste afkast, mens Mexico, Polen og Malaysia lå i den tunge ende af markedet. Blandt valutaerne var der positive bidrag fra den brasilianske real, sydafrikanske rand og indonesiske rupiah, mens den mexicanske peso, tyrkiske lira og polske zloty havde negative afkast. Rigsretssagen i Brasilien mod Præsident Dilma Rousseff og tiltrædelsen af hendes vicepræsident Michael Temer medførte en kraftig stigning i de brasilianske obligationer i 2016. Det amerikanske præsidentvalg og dets udfald havde også indvirkning på afkastet på lokale obligationer fra de nye markeder i 2016, særligt for mexicanske og kinesiske obligationer.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 12,22 pct., mens benchmark steg 12,82 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet positiv renteutvikling i forhold til vores forventninger og lavere merrente i forhold til sammenlignelige statsobligationer.

### Vurdering af resultatet

Inden for valutaer trak overvægten af den mexicanske peso og den malaysiske ringgit ned i resultatet. Omvendt var der positive bidrag fra overvægtene i den argentinske peso og brasilianske real. Inden for obligationer udstedt i lokal valuta trak overvægten af mexicanske obligationer samt obligationer fra Ungarn ned i resultatet. Overvægten af brasilianske obligationer og undervægt af tyrkiske obligationer opvejede noget af det negative bidrag.

### Særlige risici i forbindelse med markedsudviklingen i 2017

Vælget af Donald Trump som USA's præsident ventes at få indvirkning på de nye markeder i 2017. Trump har dog modereret sine udtalelser om sin politik en smule, og hvis USA's

#### Afdelingens profil

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Februar 2007
Risikoindeksator (1-7): 5
Benchmark: JP Morgan GBI EM Global Diversified local currency calculated in DKK
Fondskode: DK0060073252
Porteføljerådgiver: Goldman Sachs Asset Management International

#### Varigheder

0-1 år	4,1%
1-3 år	14,8%
3-5 år	25,1%
5-10 år	49,9%
Over 10 år	1,5%
Øvrige inkl. likvide	4,6%

#### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,18
Standardafvigelse	10,38
Tracking error	1,11
Information Ratio	÷0,43
Sharpe Ratio (benchm.)	0,23
Standardafvigelse (benchm.)	10,08

## Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta KL

handelsrestriktioner på global samhandel bliver knap så stramme, som Trump ellers lagde op til under valgkampen, forventer vi ikke, at dette vil påvirke de nye markeder markant.

Afdelingen er fortsat overvægtet mexicanske obligationer udstedt i lokal valuta samt den mexicanske peso, da disse obligationer synes attraktive. Hvis Trump indfører de handelsrestriktioner, han har varslet, udviser illegale immigranter og bygger en mur mellem USA og Mexico, kan det øge risikoen for afdelingens mexicanske obligationer. Vi vurderer imidlertid, at denne risiko mindskes af, at Mexico er en integreret del af flere amerikanske selskabers forsyningskæde samt de lave marginale lønomkostninger i Mexico.

Afdelingen er undervægtet rumænske leu og ungarske forint. Rumænien har oplevet kraftig økonomisk vækst, og centralbanken vil måske stramme pengepolitikken. Vi forventer dog, at en eventuel stramning vil være ganske moderat, da stramningen vil påvirke valutaen. Vi forventer således, at centralbanken ikke vil hæve renten så meget, som markedet i øjeblikket regner med. Hvis den rumænske centralbank går efter en større renteforhøjelse, vil det udgøre en risiko for afdelingen. I Ungarn tror vi, at centralbanken hælder til at sænke interbankrenten, hvilket forventes at svække landets valuta. Hvis centralbanken ikke lykkes med dette eller ændrer sin politik, kan det få negativ indvirkning på afdelingen.

Kina vil fortsat udgøre en risiko for afdelingen, da aftagende vækst, prisbobler og stigende gældsætning udgør en risiko for de nye markeder som helhed. Vi tror også, at landets forhold til USA bliver et emne, der vil få indvirkning på markederne generelt. Afdelingen er undervægtet thailandske baht, som kan blive presset af opbremsningen i vækst i Kina.

### Forventninger til markedet samt strategi

Generelt forventer vi ikke en normalisering af pengepolitikken på de udviklede markeder på kort sigt, særligt ikke i Europa og Japan. Vi vurderer endvidere, at renteforhøjelserne i USA vil være drevet af øget økonomisk vækst, hvilket er mindre bekymrende for de nye markeder, end hvis det var stigende inflationspres, der lå til grund for renteforhøjelserne. Vi tror,

at dette vil bidrage til fortsat efterspørgsel efter obligationer fra de nye lande.

Følgeeffekten af Donald Trumps sejr i det amerikanske præsidentvalg vil få afgørende betydning for udsigterne for de nye markeder i 2017. Vi overvåger løbende udviklingen i råvarepriserne, centralbankernes rentepolitik og den politiske udvikling på de nye markeder med henblik på nye investeringsmuligheder.

Med udsigt til finanspolitiske lempelser i USA og potentielt mere aggressive forhøjelser af den amerikanske rente i det kommende år, kan en stærkere dollar blive et tema, der kan tynde de nye markeds valutaer. En række forhold vil dog kunne effekten af en styrket dollar. For det første blev en lang række af de nye markeds valutaer svækket forud for 2016, hvorefter de styrkedes igen i 2016. Vi tror, at mange af disse valutaer fortsat kan blive styrket mod dollaren. For det andet vil OPEC-landenes evne til at begrænse olieproduktionen i samarbejde med landene uden for OPEC være en faktor, som kan modvirke noget af dollarstyrkelsen for de olierelaterede lande. For det tredje vil politiske begivenheder forventes at påvirke valutakursudviklingen i lande som Tyrkiet og Brasilien på samme måde som det skete i 2016, hvilket vil skabe investeringsmuligheder.

En potentiel vækststopbremsning i Kina, fejlslagen politik, udtømning af reserver, øget populisme, stabilisering af råvarepriserne og geopolitiske risici giver et nuanceret grundlag for at investere i de nye markeder. Selvom vi ikke forventer et markant opsving i 2017, tror vi, at de nye markeder vil levere attraktive afkast, og at vi vil være i stand til at identificere attraktive investeringsmuligheder på tværs af obligationer og valutaer.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016 1.000 DKK	1.1.-31.12.2015 1.000 DKK		31.12.2016 1.000 DKK	31.12.2015 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	252.017	277.697	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	24	48	Indestående i depotselskab	478.664	85.420
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>251.993</b>	<b>277.650</b>	<b>I alt likvide midler</b>	<b>478.664</b>	<b>85.420</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab:</b>			<b>Obligationer:</b>		
Obligationer	÷116.118	÷357.316	Not. obl. fra udl. udstedere	9.485.131	2.841.530
Afledte finansielle instr.	÷82.017	÷186.156	Unoterede obligationer	0	8.423
Valutakonti	34.586	135.681	<b>I alt obligationer</b>	<b>9.485.131</b>	<b>2.849.952</b>
Øvrige aktiver/passiver	÷388	÷820	<b>Afl. finansielle instr.:</b>		
4 Handelsomkostninger	÷153	÷422	Unot. afl. finansielle instr.	30.436	21.144
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>÷164.090</b>	<b>÷409.033</b>	<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>30.436</b>	<b>21.144</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>87.903</b>	<b>÷131.383</b>	<b>Andre aktiver:</b>		
5 Administrationsomkostninger	50.086	51.464	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	175.314	59.916
<b>Resultat før skat</b>	<b>37.817</b>	<b>÷182.848</b>	Mellemvær. vedr. handelsafv.	10.919	5.069
6 Skat	586	1.700	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>186.234</b>	<b>64.986</b>
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>37.231</b>	<b>÷184.547</b>	<b>Aktiver i alt</b>	<b>10.180.465</b>	<b>3.021.503</b>
<b>Resultatdisponering</b>			<b>Passiver</b>		
Overført til udlodning næste år ÷2.549.284		÷426.840	8 Investorerens formue	10.131.188	2.999.319
7 Disponeret i alt vedr. udlodning ÷2.549.284		÷426.840	<b>Afledte finansielle instrumenter:</b>		
Overført til formuen	2.586.516	242.293	Unot. afl. finansielle instr.	47.214	18.199
<b>I alt disponeret</b>	<b>37.231</b>	<b>÷184.547</b>	<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>47.214</b>	<b>18.199</b>
			<b>Anden gæld:</b>		
			Skuldige omkostninger	2.062	188
			Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	3.796
			<b>I alt anden gæld</b>	<b>2.062</b>	<b>3.984</b>
			<b>Passiver i alt</b>	<b>10.180.465</b>	<b>3.021.503</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	14,99	÷12,84	2,81	÷8,39	12,22
Benchmarkafkast (pct.)	15,37	÷11,84	2,95	÷8,13	12,82
Sharpe Ratio	1,19	÷0,04	0,10	÷0,64	0,18
Indre værdi (DKK pr. andel)	120,43	97,11	99,83	91,45	102,63
Nettoresultat (t.DKK)	1.030.051	÷1.212.684	9.352	÷184.547	37.231
Udbytte (DKK pr. andel)	9,25	0,00	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,09	1,00	1,09	1,13	1,21
ÅOP	1,41	1,39	1,36	1,29	1,33
Omsætningshastighed (antal gange)	0,49	0,94	1,06	0,59	0,48
Investorerens formue (t.DKK)	8.157.470	6.011.881	6.237.948	2.999.319	10.131.188
Antal andele	67.735.675	61.909.846	62.485.078	32.796.709	98.715.202
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

## Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

Investeringsprocentvisse fordeling på forskellige kriterier er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

#### Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK

	2016	2015
Indestående i depotselskab	1.141	238
Noterede obligationer fra danske udstedere	0	÷202
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	250.774	275.310
Unoterede obligationer	43	755
Andre renteindtægter	60	1.597
I alt renteindtægter	252.017	277.697

#### Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK

	2016	2015
Andre renteudgifter	24	48
I alt renteudgifter	24	48

#### Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK

	2016	2015
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	÷116.170	÷357.156
Unoterede obligationer	52	÷160
Terminsforsretninger/futures m.m.	÷82.017	÷186.156
Valutakonti	34.586	135.681
Øvrige aktiver/passiver	÷388	÷820
Handelsomkostninger	÷153	÷422
I alt kursgevinster og -tab	÷164.090	÷409.033

#### Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 DKK

	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷611	÷762
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	458	340
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷153	÷422

#### Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK

	2016		2015	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	0	0
Managementhonorar	44.291	0	45.109	0
Fast administrationshonorar	5.795	0	6.355	0
I alt opdeltede adm.omk.	50.086	0	51.464	0
I alt adm.omkostninger		50.086		51.464

#### Note 6: Skat i 1.000 DKK

	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	586	1.700
I alt skat	586	1.700

#### Note 7: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK 2016 2015

Renter og udbytter	251.993	277.650
Ikke refunderbar udbytteskat	÷586	÷1.700
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	0	48
Kursgevinst til udlodning	÷470.843	÷205.892
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	÷1.903.008	383.166
Udlodning overført fra sidste år	÷426.840	÷880.112
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	÷2.549.284	÷426.840
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	50.086	51.464
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷67.497	14.116
I alt til rådighed for udlodning, brutto	÷2.666.867	÷464.189
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	÷117.583	÷37.348
I alt til rådighed for udlodning, netto	÷2.549.284	÷426.840

#### Note 8: Investorers formue

	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerens formue primo	32.796.709	2.999.319	62.485.078	6.237.948
Emissioner i året	85.678.336	8.871.094	7.645.234	725.606
Indløsninger i året	÷19.759.843	÷1.815.946	÷37.333.603	÷3.792.823
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		39.490		13.137
Overførsel af periodens resultat		2.586.516		242.293
Overført til udlodning næste år		÷2.549.284		÷426.840
I alt investorerens formue	98.715.202	10.131.188	32.796.709	2.999.319

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	88,5	94,4
§144a - Nyemitterede	5,1	0,4
Øvrige finansielle instrumenter	÷0,2	0,4
I alt finansielle instrumenter	93,5	95,1
Øvrige aktiver og passiver	6,5	4,9
I alt	100,0	100,0

#### Underliggende eksponering ved valuta-terminsforsretninger i 1.000 DKK

Valuta	Eksponering 2016
ARS	÷141.351
BRL	64.442
COP	160.424
HUF	40.287
IDR	148.262
MXN	72.865
MYR	643.727
PEN	÷65.263
PHP	1.788
PLN	÷696.379
RON	224.371
RUB	236.059
THB	÷306.437
TRY	163.232
USD	÷276.012
ZAR	÷288.973

Danske Bank er modpart ved de afledte finansielle instrumenter.



## *Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende KL*

Investerer primært i statsobligationer fra emerging markets-landene udstedt i lokal valuta. Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingen udbydes i fire andelsklasser:

- Kehittyvät Korkomarkkinat, paikallisvaluutta, osuuslaji EUR
- Nye Markeder Obl. Lokal Valuta – Akkumulerende, klasse DKK
- Nye Markeder Obligasjon Lokal Valuta, klasse NOK
- Tillväxtmarknadsobligationer Lokal Valuta, Klass SEK

Afdelingens ledelsesberetning og det samlede regnskab omfattende resultat af investeringer m.m., som foretages fælles for klasserne, samt resultat af klassernes egne valuta-afdækninger og omkostninger findes på de følgende sider:

Noter for de enkelte klasser findes også på de følgende sider:

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

## Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015	31.12.2016	31.12.2015	
	1.000 DKK	1.000 DKK	1.000 DKK	1.000 DKK	
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	110.145	120.150	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	15	8	Indestående i depotselskab		
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>110.130</b>	<b>120.142</b>	<b>I alt likvide midler</b>		
			213.126		
			42.926		
			213.126		
			42.926		
<b>3 Kursgevinster og -tab:</b>			<b>Obligationer:</b>		
Obligationer	÷47.351	÷157.320	Not. obl. fra udl. udstedere		
Afledte finansielle instr.	÷22.113	÷101.227	4.361.482		
Valutakonti	÷2.349	71.473	Unoterede obligationer		
Øvrige aktiver/passiver	÷267	÷434	0		
4 Handelsomkostninger	÷231	÷251	<b>I alt obligationer</b>		
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>÷72.311</b>	<b>÷187.760</b>	<b>4.361.482</b>		
			<b>1.428.204</b>		
			2.168		
			<b>1.430.372</b>		
<b>I alt indtægter</b>	<b>37.819</b>	<b>÷67.618</b>	<b>Afl. finansielle instr.:</b>		
			Unot. afl. finansielle instr.		
5 Administrationsomkostninger	23.453	24.533	15.165		
			10.839		
<b>Resultat før skat</b>	<b>14.366</b>	<b>÷92.151</b>	<b>I alt afledte finansielle instr.</b>		
			15.165		
			10.839		
6 Skat	365	1.172	<b>Andre aktiver:</b>		
			Tilg.hav. renter, udbytter m.m.		
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>14.001</b>	<b>÷93.323</b>	80.227		
			28.824		
			Mellemvær. vedr. handelsafv.		
<b>Resultatdisponering</b>			3.060		
Overført til formuen	14.001	÷93.323	<b>I alt andre aktiver</b>		
			83.286		
			31.496		
<b>I alt disponeret</b>	<b>14.001</b>	<b>÷93.323</b>	<b>Aktiver i alt</b>		
			4.673.060		
			1.515.633		
			4.673.060		
			1.515.633		
			4.673.060		
			1.515.633		

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	2013	2014	2015	2016
Nettoresultat (t.DKK)*	-	÷33.170	÷94.488	÷93.323	14.001
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	0,81	0,74	0,59	0,48
Investorers formue (t.DKK)	-	156.137	2.826.118	1.500.352	4.646.768

\* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

## Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	497	188
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	109.568	119.126
Unoterede obligationer	80	521
Andre renteindtægter	1	315
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>110.145</b>	<b>120.150</b>

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	15	8
<b>I alt renteudgifter</b>	<b>15</b>	<b>8</b>

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	÷ 47.405	÷ 157.840
Unoterede obligationer	54	520
Terminsforsretninger/futures m.m.	÷ 22.113	÷ 101.227
Valutakonti	÷ 2.349	71.473
Øvrige aktiver/passiver	÷ 267	÷ 434
Handelsomkostninger	÷ 231	÷ 251
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>÷ 72.311</b>	<b>÷ 187.760</b>

Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷ 1.043	÷ 607
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	812	357
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>÷ 231</b>	<b>÷ 251</b>

Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	0	0
Managementhonorar	20.175	0	21.226	0
Fast administrationshonorar	3.278	0	3.307	0
<b>I alt opdeltede adm.omk.</b>	<b>23.453</b>	<b>0</b>	<b>24.533</b>	<b>0</b>
<b>I alt adm.omkostninger</b>		<b>23.453</b>		<b>24.533</b>

Note 6: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	365	1.172
<b>I alt skat</b>	<b>365</b>	<b>1.172</b>

Note 7: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi	Antal andele	Formueværdi
	i 1.000 DKK		i 1.000 DKK	
Investorers formue primo		1.500.352		2.826.118
Emissioner i året		4.485.934		1.204.331
Indløsninger i året		÷ 1.374.557		÷ 2.447.309
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		21.038		10.536
Overførsel af periodens resultat		14.001		÷ 93.323
<b>I alt investorenes formue</b>		<b>4.646.768</b>		<b>1.500.352</b>

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	90,0	92,3
§ 144a - Nyemitterede	3,9	2,9
Øvrige finansielle instrumenter	÷ 0,2	0,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>93,6</b>	<b>95,2</b>
Øvrige aktiver og passiver	6,4	4,8
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

### Underliggende eksponering ved valuta-terminsforsretninger i 1.000 DKK

Valuta	Eksponering 2016
ARS	÷ 57.620
BRL	÷ 10.384
COP	79.330
CZK	÷ 21.814
HUF	16.794
IDR	88.070
MXN	190.252
MYR	289.843
PEN	÷ 40.681
PHP	586
PLN	÷ 397.758
RON	105.072
RUB	132.144
THB	÷ 155.045
TRY	60.140
USD	÷ 130.815
ZAR	÷ 157.905

Danske Bank er modpart ved de afledte finansielle instrumenter.

## Kehittyvät Korkomarkkinat, paikallisvaluutta, osuuslaji EUR

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For ydeligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra lande i de nye markeder udstedt i lokal valuta. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for disse obligationer. De nye markeder kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre valuta ud af landet eller kan gøre det med kort varsel.

### Markedet

Afkastet på lokale obligationer fra de nye markeder var positivt i 2016, hvor en række valutaer på effektiv vis var med til at afbøde uforudsete stød. Råvaremarkederne, og ikke mindst oliemarkedet, genvandt balancen og sluttede året med store prisstigninger. Obligationer fra lande som Brasilien, Indonesien og Columbia gav de højeste afkast, mens Mexico, Polen og Malaysia lå i den tunge ende af markedet. Blandt valutaerne var der positive bidrag fra den brasilianske real, sydafrikanske rand og indonesiske rupiah, mens den mexicanske peso, tyrkiske lira og polske zloty havde negative afkast. Rigsretssagen i Brasilien mod Præsident Dilma Rousseff og tiltrædelsen af hendes vicepræsident Michael Temer medførte en kraftig stigning i de brasilianske obligationer i 2016. Det amerikanske præsidentvalg og dets udfald havde også indvirkning på afkastet på lokale obligationer fra de nye markeder i 2016, særligt for mexicanske og kinesiske obligationer.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav et afkast på 12,94 pct. målt i EUR i 2016, mens benchmark steg 13,23 pct. målt i EUR. Andelsklassens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet positiv renteutvikling i forhold til vores forventninger og lavere merrente i forhold til sammenlignelige statsobligationer.

### Vurdering af resultatet

Inden for valutaer trak overvægten af den mexicanske peso og den malaysiske ringgit ned i resultatet. Omvendt var der positive bidrag fra overvægtene i den argentinske peso og brasilianske real. Inden for obligationer udstedt i lokal valuta trak overvægten af mexicanske obligationer samt obligationer fra Ungarn ned i resultatet. Overvægten af brasilianske obligationer og undervægt af tyrkiske obligationer opvejede noget af det negative bidrag.

#### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Januar 2013
Risikoindikator (1-7): 5
Benchmark: JP Morgan GBI EM Global Diversified local currency calculated in EUR
Fondskode: DK0060485522
Porteføljeraðgiver: Goldman Sachs Asset Management International

#### Varigheder

0-1 år	2,5%
1-3 år	15,7%
3-5 år	28,5%
5-10 år	47,9%
Over 10 år	1,0%
Øvrige inkl. likvide	4,4%

#### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,19
Standardafvigelse	10,26
Tracking error	1,31
Information Ratio	-0,30
Sharpe Ratio (benchm.)	0,23
Standardafvigelse (benchm.)	10,13

## *Kehittyvät Korkomarkkinat, paikallisvaluutta, osuuslaji EUR*

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende KL

### **Særlige risici i forbindelse med markedsudviklingen i 2017**

Valget af Donald Trump som USA's præsident ventes at få indvirkning på de nye markeder i 2017. Trump har dog modereret sine udtalelser om sin politik en smule, og hvis USA's handelsrestriktioner på global samhandel bliver knap så stramme, som Trump ellers lagde op til under valgkampen, forventer vi ikke, at dette vil påvirke de nye markeder markant.

Andelsklassen er fortsat overvægtet mexicanske obligationer udstedt i lokal valuta samt den mexicanske peso, da disse obligationer synes attraktive. Hvis Trump indfører de handelsrestriktioner, han har varslet, udviser illegale immigranter og bygger en mur mellem USA og Mexico, kan det øge risikoen for andelsklassens mexicanske obligationer. Vi vurderer imidlertid, at denne risiko mindskes af, at Mexico er en integreret del af flere amerikanske selskabers forsyningskæde samt de lave marginale lønomkostninger i Mexico.

Andelsklassen er undervægtet rumænske leu og ungarske forint. Rumænien har oplevet kraftig økonomisk vækst, og centralbanken vil måske stramme pengepolitikken. Vi forventer dog, at en eventuel stramning vil være ganske moderat, da stramningen vil påvirke valutaen. Vi forventer således, at centralbanken ikke vil hæve renten så meget, som markedet i øjeblikket regner med. Hvis den rumænske centralbank går efter en større renteforhøjelse, vil det udgøre en risiko for andelsklassen. I Ungarn tror vi, at centralbanken hælder til at sænke interbankrenten, hvilket forventes at svække landets valuta. Hvis centralbanken ikke lykkes med dette eller ændrer sin politik, kan det få negativ indvirkning på andelsklassen.

Kina vil fortsat udgøre en risiko for andelsklassen, da aftagende vækst, prisbobler og stigende gældsætning udgør en risiko for de nye markeder som helhed. Vi tror også, at landets forhold til USA bliver et emne, der vil få indvirkning på markederne generelt. Andelsklassen er undervægtet thailandske baht, som kan blive presset af opbremsningen i vækst i Kina.

### **Forventninger til markedet samt strategi**

Generelt forventer vi ikke en normalisering af pengepolitikken på de udviklede markeder på kort sigt, særligt ikke i Europa og Japan. Vi vurderer endvidere, at renteforhøjelserne i USA vil være drevet af øget økonomisk vækst, hvilket er mindre

bekymrende for de nye markeder, end hvis det var stigende inflationspres, der lå til grund for renteforhøjelserne. Vi tror, at dette vil bidrage til fortsat efterspørgsel efter obligationer fra de nye lande.

Følggevirkningen af Donald Trumps sejr i det amerikanske præsidentvalg vil få afgørende betydning for udsigterne for de nye markeder i 2017. Vi overvåger løbende udviklingen i råvarepriserne, centralbankernes rentepolitik og den politiske udvikling på de nye markeder med henblik på nye investeringsmuligheder.

Med udsigt til finanspolitiske lempelser i USA og potentielt mere aggressive forhøjelser af den amerikanske rente i det kommende år, kan en stærkere dollar blive et tema, der kan tynde de nye markederes valutaer. En række forhold vil dog kunne effekten af en styrket dollar. For det første blev en lang række af de nye markederes valutaer svækket forud for 2016, hvorefter de styrkedes igen i 2016. Vi tror, at mange af disse valutaer fortsat kan blive styrket mod dollaren. For det andet vil OPEC-landenes evne til at begrænse olieproduktionen i samarbejde med landene uden for OPEC være en faktor, som kan modvirke noget af dollarstyrkelsen for de olierelaterede lande. For det tredje vil politiske begivenheder forventes at påvirke valutakursudviklingen i lande som Tyrkiet og Brasilien på samme måde som det skete i 2016, hvilket vil skabe investeringsmuligheder.

En potentiel vækststopbremsning i Kina, fejlslagen politik, udtømning af reserver, øget populisme, stabilisering af råvarepriserne og geopolitiske risici giver et nuanceret grundlag for at investere i de nye markeder. Selvom vi ikke forventer et markant opsving i 2017, tror vi, at de nye markeder vil levere attraktive afkast, og at vi vil være i stand til at identificere attraktive investeringsmuligheder på tværs af obligationer og valutaer.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Kehittyvät Korkomarkkinat, paikallisvaluutta, osuuslaji EUR

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	2013	2014	2015	2016
Afkast i EUR (pct.)*	-	÷12,60	3,04	÷8,65	12,94
Benchmarkafkast i EUR (pct.)*	-	÷11,87	3,14	÷7,91	13,23
Sharpe Ratio i EUR	-	-	-	-	0,19
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	8,74	9,01	8,23	9,29
Nettoreultat (t.DKK)*	-	÷33.170	÷45.676	18.653	÷33.131
Administrationsomkostninger (pct.)	-	1,13	1,14	1,24	1,24
Investorerens formue (t.DKK)	-	156.137	1.258.208	78.735	2.726.608
Antal andele	-	2.394.707	18.763.809	1.282.540	39.468.009
Stykstørrelse i DKK	-	10	10	10	10

\* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

<b>KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK</b>	<b>1.1.-31.12.2016</b>	<b>1.1.-31.12.2015</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷23.695	76.538
Klassenspecifikke transaktioner:		
Terminforretninger	0	÷52.669
Administrationsomkostninger	9.437	5.216
<b>Klassens resultat</b>	<b>÷33.131</b>	<b>18.653</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>INVESTOPRØVENS FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorerens formue primo	78.735	1.258.208
Emissioner i året	2.728.975	281.364
Indløsninger i året	÷58.765	÷1.485.145
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	10.795	5.655
Overførsel af periodens resultat	÷33.131	18.653
<b>Investorerens formue ultimo</b>	<b>2.726.608</b>	<b>78.735</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	1.282.540	18.763.809
Emissioner i året	39.053.622	4.286.366
Indløsninger i året	÷868.153	÷21.767.635
<b>Andele ultimo året</b>	<b>39.468.009</b>	<b>1.282.540</b>

## Nye Markeder Obl. Lokal Valuta – Akk, klasse DKK

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra lande i de nye markeder udstedt i lokal valuta. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for disse obligationer. De nye markeder kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativ usikker økonomisk udvikling samt et obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre valuta ud af landet eller kan gøre det med kort varsel.

### Markedet

Afkastet på lokale obligationer fra de nye markeder var positivt i 2016, hvor en række valutaer på effektiv vis var med til at afbøde uforudsete stød. Råvaremarkederne, og ikke mindst

oliemarkedet, genvandt balancen og sluttede året med store prisstigninger. Obligationer fra lande som Brasilien, Indonesien og Columbia gav de højeste afkast, mens Mexico, Polen og Malaysia lå i den tunge ende af markedet. Blandt valutaerne var der positive bidrag fra den brasilianske real, sydafrikanske rand og indonesiske rupiah, mens den mexicanske peso, tyrkiske lira og polske zloty havde negative afkast. Rigsretssagen i Brasilien mod Præsident Dilma Rousseff og tiltrædelsen af hendes vicepræsident Michael Temer medførte en kraftig stigning i de brasilianske obligationer i 2016. Det amerikanske præsidentvalg og dets udfald havde også indvirkning på afkastet på lokale obligationer fra de nye markeder i 2016, særligt for mexicanske og kinesiske obligationer.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et afkast på 12,58 pct., mens benchmark steg 12,82 pct. Andelsklassens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet positiv renteutvikling i forhold til vores forventninger og lavere merrente i forhold til sammenlignelige statsobligationer

### Vurdering af resultatet

Inden for valutaer trak overvægten af den mexicanske peso og den malaysiske ringgit ned i resultatet. Omvendt var der positive bidrag fra overvægtene i den argentinske peso og brasilianske real. Inden for obligationer udstedt i lokal valuta trak overvægten af mexicanske obligationer samt obligationer fra Ungarn ned i resultatet. Overvægten af brasilianske obligationer og undervægt af tyrkiske obligationer opvejede noget af det negative bidrag.

### Særlige risici i forbindelse med markedsudviklingen i 2017

Vælget af Donald Trump som USA's præsident ventes at få indvirkning på de nye markeder i 2017. Trump har dog modereret sine udtalelser om sin politik en smule, og hvis USA's handelsrestriktioner på global samhandel bliver knap så stramme, som Trump ellers lagde op til under valgkampen, forventer vi ikke, at dette vil påvirke de nye markeder markant.

### Andelsklassens profil

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: April 2014
Risikoindikator [1-7]: 5
Benchmark: JP Morgan GBI EM Global Diversified local currency calculated in DKK
Fondskode: DK0060548899
Porteføljeraðgiver: Goldman Sachs Asset Management International

### Varigheder

0-1 år	2,5%
1-3 år	15,7%
3-5 år	28,5%
5-10 år	47,9%
Over 10 år	1,0%
Øvrige inkl. likvide	4,4%

## Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende, klasse DKK

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende KL

Andelsklassen er fortsat overvægtet mexicanske obligationer udstedt i lokal valuta samt den mexicanske peso, da disse obligationer synes attraktive. Hvis Trump indfører de handelsrestriktioner, han har varslet, udviser illegale immigranter og bygger en mur mellem USA og Mexico, kan det øge risikoen for andelsklassens mexicanske obligationer. Vi vurderer imidlertid, at denne risiko mindskes af, at Mexico er en integreret del af flere amerikanske selskabers forsyningskæde samt de lave marginale lønomkostninger i Mexico.

Andelsklassen er undervægtet rumænske leu og ungarske forint. Rumænien har oplevet kraftig økonomisk vækst, og centralbanken vil måske stramme pengepolitikken. Vi forventer dog, at en eventuel stramning vil være ganske moderat, da stramningen vil påvirke valutaen. Vi forventer således, at centralbanken ikke vil hæve renten så meget, som markedet i øjeblikket regner med. Hvis den rumænske centralbank går efter en større renteforhøjelse, vil det udgøre en risiko for andelsklassen. I Ungarn tror vi, at centralbanken hælder til at sænke interbankrenten, hvilket forventes at svække landets valuta. Hvis centralbanken ikke lykkes med dette eller ændrer sin politik, kan det få negativ indvirkning på andelsklassen.

Kina vil fortsat udgøre en risiko for andelsklassen, da aftagende vækst, prisbobler og stigende gældsætning udgør en risiko for de nye markeder som helhed. Vi tror også, at landets forhold til USA bliver et emne, der vil få indvirkning på markederne generelt. Andelsklassen er undervægtet thailandske baht, som kan blive presset af opbremsningen i vækst i Kina.

### Forventninger til markedet samt strategi

Generelt forventer vi ikke en normalisering af pengepolitikken på de udviklede markeder på kort sigt, særligt ikke i Europa og Japan. Vi vurderer endvidere, at renteforhøjelserne i USA vil være drevet af øget økonomisk vækst, hvilket er mindre bekymrende for de nye markeder, end hvis det var stigende inflationspres, der lå til grund for renteforhøjelserne. Vi tror, at dette vil bidrage til fortsat efterspørgsel efter obligationer fra de nye lande.

Følgervirkningen af Donald Trumps sejr i det amerikanske præsidentvalg vil få afgørende betydning for udsigterne for de nye markeder i 2017. Vi overvåger løbende udviklingen i råvarepriserne, centralbankernes rentepolitik og den politiske udvikling på de nye markeder med henblik på nye investeringsmuligheder.

Med udsigt til finanspolitiske lempelser i USA og potentielt mere aggressive forhøjelser af den amerikanske rente i det kommende år, kan en stærkere dollar blive et tema, der kan tynde de nye markeds valutaer. En række forhold vil dog kunne effekten af en styrket dollar. For det første blev en lang række af de nye markeds valutaer svækket forud for 2016, hvorefter de styrkedes igen i 2016. Vi tror, at mange af disse valutaer fortsat kan blive styrket mod dollaren. For det andet vil OPEC-landenes evne til at begrænse olieproduktionen i samarbejde med landene uden for OPEC være en faktor, som kan modvirke noget af dollarstyrkelsen for de olierelaterede lande. For det tredje vil politiske begivenheder forventes at påvirke valutakursudviklingen i lande som Tyrkiet og Brasilien på samme måde som det skete i 2016, hvilket vil skabe investeringsmuligheder.

En potentiel vækststopbremsning i Kina, fejlslagen politik, udtømning af reserver, øget populisme, stabilisering af råvarepriserne og geopolitiske risici giver et nuanceret grundlag for at investere i de nye markeder. Selvom vi ikke forventer et markant opsving i 2017, tror vi, at de nye markeder vil levere attraktive afkast, og at vi vil være i stand til at identificere attraktive investeringsmuligheder på tværs af obligationer og valutaer.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.



## Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende, klasse DKK

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	2014	2015	2016
Afkast (pct.)*	-	-	÷0,52	÷8,07	12,58
Benchmarkafkast (pct.)*	-	-	0,37	÷8,13	12,82
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	99,48	91,26	102,75
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	÷48.812	÷62.552	52.892
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	1,09	1,14	1,21
ÅOP	-	-	1,36	1,22	1,34
Investorerers formue (t.DKK)	-	-	1.567.910	1.019.787	774.532
Antal andele	-	-	15.761.918	11.174.034	7.539.420
Stykstørrelse i DKK	-	-	100	100	100

\* 2014 dækker en periode på mindre end 12 måneder

KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	61.298	÷7.949
Klassenspecifikke transaktioner:		
Terminforretninger	0	÷39.683
Administrationsomkostninger	8.406	14.920
<b>Klassens resultat</b>	<b>52.892</b>	<b>÷62.552</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorerers formue primo	1.019.787	1.567.910
Emissioner i året	601.631	426.504
Indløsninger i året	÷904.562	÷916.270
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	4.784	4.195
Overførsel af periodens resultat	52.892	÷62.552
<b>Investorerers formue ultimo</b>	<b>774.532</b>	<b>1.019.787</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	11.174.034	15.761.918
Emissioner i året	5.850.003	4.235.452
Indløsninger i året	÷9.484.617	÷8.823.336
<b>Andele ultimo året</b>	<b>7.539.420</b>	<b>11.174.034</b>

## Nye Markeder Obligasjon Lokal Valuta, klasse NOK

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra lande i de nye markeder udstedt i lokal valuta. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for disse obligationer. De nye markeder kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre valuta ud af landet eller kan gøre det med kort varsel.

### Markedet

Afkastet på lokale obligationer fra de nye markeder var positivt i 2016, hvor en række valutaer på effektiv vis var med til at afbøde uforudsete stød. Råvaremarkederne, og ikke mindst

oliemarkedet, genvandt balancen og sluttede året med store prisstigninger. Obligationer fra lande som Brasilien, Indonesien og Columbia gav de højeste afkast, mens Mexico, Polen og Malaysia lå i den tunge ende af markedet. Blandt valutaerne var der positive bidrag fra den brasilianske real, sydafrikanske rand og indonesiske rupiah, mens den mexicanske peso, tyrkiske lira og polske zloty havde negative afkast. Rigsretssagen i Brasilien mod Præsident Dilma Rousseff og tiltrædelsen af hendes vicepræsident Michael Temer medførte en kraftig stigning i de brasilianske obligationer i 2016. Det amerikanske præsidentvalg og dets udfald havde også indvirkning på afkastet på lokale obligationer fra de nye markeder i 2016, særligt for mexicanske og kinesiske obligationer.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav et afkast på 6,64 pct. målt i NOK i 2016, mens benchmark steg 6,91 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet positiv renteutvikling i forhold til vores forventninger og lavere merrente i forhold til sammenlignelige statsobligationer.

### Vurdering af resultatet

Inden for valutaer trak overvægten af den mexicanske peso og den malaysiske ringgit ned i resultatet. Omvendt var der positive bidrag fra overvægtene i den argentinske peso og brasilianske real. Inden for obligationer udstedt i lokal valuta trak overvægten af mexicanske obligationer samt obligationer fra Ungarn ned i resultatet. Overvægten af brasilianske obligationer og undervægt af tyrkiske obligationer opvejede noget af det negative bidrag.

### Særlige risici i forbindelse med markedsudviklingen i 2017

Valget af Donald Trump som USA's præsident ventes at få indvirkning på de nye markeder i 2017. Trump har dog modereret sine udtalelser om sin politik en smule, og hvis USA's handelsrestriktioner på global samhandel bliver knap så stramme, som Trump ellers lagde op til under valgkampen, forventer vi ikke, at dette vil påvirke de nye markeder markant.

### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Januar 2015
Risikoindikator (1-7): 4
Benchmark: JP Morgan GBI EM Global Diversified local currency calculated in NOK
Fondskode: DK0060575355
Porteføljeraðgiver: Goldman Sachs Asset Management International

### Varigheder

0-1 år	2,5%
1-3 år	15,7%
3-5 år	28,5%
5-10 år	47,9%
Over 10 år	1,0%
Øvrige inkl. likvide	4,4%

## Nye Markeder Obligasjon Lokal Valuta, klasse NOK

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende KL

Andelsklassen er fortsat overvægtet mexicanske obligationer udstedt i lokal valuta samt den mexicanske peso, da disse obligationer synes attraktive. Hvis Trump indfører de handelsrestriktioner, han har varslet, udviser illegale immigranter og bygger en mur mellem USA og Mexico, kan det øge risikoen for andelsklassens mexicanske obligationer. Vi vurderer imidlertid, at denne risiko mindskes af, at Mexico er en integreret del af flere amerikanske selskabers forsyningskæde samt de lave marginale lønomkostninger i Mexico.

Andelsklassen er undervægtet rumænske leu og ungarske forint. Rumænien har oplevet kraftig økonomisk vækst, og centralbanken vil måske stramme pengepolitikken. Vi forventer dog, at en eventuel stramning vil være ganske moderat, da stramningen vil påvirke valutaen. Vi forventer således, at centralbanken ikke vil hæve renten så meget, som markedet i øjeblikket regner med. Hvis den rumænske centralbank går efter en større renteforhøjelse, vil det udgøre en risiko for andelsklassen. I Ungarn tror vi, at centralbanken hælder til at sænke interbankrenten, hvilket forventes at svække landets valuta. Hvis centralbanken ikke lykkes med dette eller ændrer sin politik, kan det få negativ indvirkning på andelsklassen.

Kina vil fortsat udgøre en risiko for andelsklassen, da aftagende vækst, prisbobler og stigende gældsætning udgør en risiko for de nye markeder som helhed. Vi tror også, at landets forhold til USA bliver et emne, der vil få indvirkning på markederne generelt. Andelsklassen er undervægtet thailandske baht, som kan blive presset af opbremsningen i vækst i Kina.

### Forventninger til markedet samt strategi

Generelt forventer vi ikke en normalisering af pengepolitikken på de udviklede markeder på kort sigt, særligt ikke i Europa og Japan. Vi vurderer endvidere, at renteforhøjelserne i USA vil være drevet af øget økonomisk vækst, hvilket er mindre bekymrende for de nye markeder, end hvis det var stigende inflationspres, der lå til grund for renteforhøjelserne. Vi tror, at dette vil bidrage til fortsat efterspørgsel efter obligationer fra de nye lande.

Følgeeffekten af Donald Trumps sejr i det amerikanske præsidentvalg vil få afgørende betydning for udsigterne for de nye markeder i 2017. Vi overvåger løbende udviklingen i råvarepriserne, centralbankernes rentepolitik og den politiske udvikling på de nye markeder med henblik på nye investeringsmuligheder.

Med udsigt til finanspolitiske lempelser i USA og potentielt mere aggressive forhøjelser af den amerikanske rente i det kommende år, kan en stærkere dollar blive et tema, der kan tynde de nye marketers valutaer. En række forhold vil dog kunne øge effekten af en styrket dollar. For det første blev en lang række af de nye marketers valutaer svækket forud for 2016, hvorefter de styrkedes igen i 2016. Vi tror, at mange af disse valutaer fortsat kan blive styrket mod dollaren. For det andet vil OPEC-landenes evne til at begrænse olieproduktionen i samarbejde med landene uden for OPEC være en faktor, som kan modvirke noget af dollarstyrkelsen for de olierelaterede lande. For det tredje vil politiske begivenheder forventes at påvirke valutakursudviklingen i lande som Tyrkiet og Brasilien på samme måde som det skete i 2016, hvilket vil skabe investeringsmuligheder.

En potentiel vækststopbremsning i Kina, fejlslagen politik, udtømming af reserver, øget populisme, stabilisering af råvarepriserne og geopolitiske risici giver et nuanceret grundlag for at investere i de nye markeder. Selvom vi ikke forventer et markant opsving i 2017, tror vi, at de nye markeder vil levere attraktive afkast, og at vi vil være i stand til at identificere attraktive investeringsmuligheder på tværs af obligationer og valutaer.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Nye Markeder Obligasjon Lokal Valuta, klasse NOK

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	-	2015	2016
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	÷2,45	6,64
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	÷5,52	6,91
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	97,55	104,03
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	÷1.959	÷5.251
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	1,24	1,24
Investorers formue (t.DKK)	-	-	-	50.791	413.478
Antal andele	-	-	-	670.850	4.852.693
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	100	100

\* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK	1.1.-31.12.2016	21.1.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	÷3.688	÷1.017
Klassenspecifikke transaktioner:		
Terminsforetninger	0	÷572
Administrationsomkostninger	1.563	369
<b>Klassens resultat</b>	<b>÷5.251</b>	<b>÷1.959</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorers formue primo	50.791	0
Emissioner i året	412.725	90.771
Indløsninger i året	÷46.506	÷38.361
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	1.719	340
Overførsel af periodens resultat	÷5.251	÷1.959
<b>Investorers formue ultimo</b>	<b>413.478</b>	<b>50.791</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	670.850	0
Emissioner i året	4.762.087	1.111.823
Indløsninger i året	÷580.244	÷440.973
<b>Andele ultimo året</b>	<b>4.852.693</b>	<b>670.850</b>

## Tillväxtmarknadsobligationer Lokal Valuta, Klass SEK

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra lande i de nye markeder udstedt i lokal valuta. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til renteutviklingen for disse obligationer. De nye markeder kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et obligationsmarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre valuta ud af landet eller kan gøre det med kort varsel.

### Markedet

Afkastet på lokale obligationer fra de nye markeder var positivt i 2016, hvor en række valutaer på effektiv vis var med til at afbøde uforudsete stød. Råvaremarkederne, og ikke mindst

oliemarkedet, genvandt balancen og sluttede året med store prisstigninger. Obligationer fra lande som Brasilien, Indonesien og Columbia gav de højeste afkast, mens Mexico, Polen og Malaysia lå i den tunge ende af markedet. Blandt valutaerne var der positive bidrag fra den brasilianske real, sydafrikanske rand og indonesiske rupiah, mens den mexicanske peso, tyrkiske lira og polske zloty havde negative afkast. Rigsretssagen i Brasilien mod Præsident Dilma Rousseff og tiltrædelsen af hendes vicepræsident Michael Temer medførte en kraftig stigning i de brasilianske obligationer i 2016. Det amerikanske præsidentvalg og dets udfald havde også indvirkning på afkastet på lokale obligationer fra de nye markeder i 2016, særligt for mexicanske og kinesiske obligationer.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav et afkast på 18,57 pct. målt i SEK i 2016, mens benchmark steg 18,47 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet positiv renteutvikling i forhold til vores forventninger og lavere merrente i forhold til sammenlignelige statsobligationer.

### Vurdering af resultatet

Inden for valutaer trak overvægten af den mexicanske peso og den malaysiske ringgit ned i resultatet. Omvendt var der positive bidrag fra overvægtene i den argentinske peso og brasilianske real. Inden for obligationer udstedt i lokal valuta trak overvægten af mexicanske obligationer samt obligationer fra Ungarn ned i resultatet. Overvægten af brasilianske obligationer og undervægt af tyrkiske obligationer opvejede noget af det negative bidrag.

### Særlige risici i forbindelse med markedsudviklingen i 2017

Vælget af Donald Trump som USA's præsident ventes at få indvirkning på de nye markeder i 2017. Trump har dog modereret sine udtalelser om sin politik en smule, og hvis USA's handelsrestriktioner på global samhandel bliver knap så stramme, som Trump ellers lagde op til under valgkampen, forventer vi ikke, at dette vil påvirke de nye markeder markant.

### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Januar 2015
Risikoindikator [1-7]: 4
Benchmark: JP Morgan GBI EM Global Diversified local currency calculated in SEK
Fondskode: DK0060575272
Porteføljeraðgiver: Goldman Sachs Asset Management International

### Varigheder

0-1 år	2,5%
1-3 år	15,7%
3-5 år	28,5%
5-10 år	47,9%
Over 10 år	1,0%
Øvrige inkl. likvide	4,4%

## Tillväxtmarknadsobligationer Lokal Valuta, Klass SEK

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende KL

Andelsklassen er fortsat overvægtet mexicanske obligationer udstedt i lokal valuta samt den mexicanske peso, da disse obligationer synes attraktive. Hvis Trump indfører de handelsrestriktioner, han har varslet, udviser illegale immigranter og bygger en mur mellem USA og Mexico, kan det øge risikoen for andelsklassens mexicanske obligationer. Vi vurderer imidlertid, at denne risiko mindskes af, at Mexico er en integreret del af flere amerikanske selskabers forsyningskæde samt de lave marginale lønomkostninger i Mexico.

Andelsklassen er undervægtet rumænske leu og ungarske forint. Rumænien har oplevet kraftig økonomisk vækst, og centralbanken vil måske stramme pengepolitikken. Vi forventer dog, at en eventuel stramning vil være ganske moderat, da stramningen vil påvirke valutaen. Vi forventer således, at centralbanken ikke vil hæve renten så meget, som markedet i øjeblikket regner med. Hvis den rumænske centralbank går efter en større renteforhøjelse, vil det udgøre en risiko for andelsklassen. I Ungarn tror vi, at centralbanken hælder til at sænke interbankrenten, hvilket forventes at svække landets valuta. Hvis centralbanken ikke lykkes med dette eller ændrer sin politik, kan det få negativ indvirkning på andelsklassen.

Kina vil fortsat udgøre en risiko for andelsklassen, da aftagende vækst, prisbobler og stigende gældsætning udgør en risiko for de nye markeder som helhed. Vi tror også, at landets forhold til USA bliver et emne, der vil få indvirkning på markederne generelt. Andelsklassen er undervægtet thailandske baht, som kan blive presset af opbremsningen i vækst i Kina.

### Forventninger til markedet samt strategi

Generelt forventer vi ikke en normalisering af pengepolitikken på de udviklede markeder på kort sigt, særligt ikke i Europa og Japan. Vi vurderer endvidere, at renteforhøjelserne i USA vil være drevet af øget økonomisk vækst, hvilket er mindre bekymrende for de nye markeder, end hvis det var stigende inflationspres, der lå til grund for renteforhøjelserne. Vi tror, at dette vil bidrage til fortsat efterspørgsel efter obligationer fra de nye lande.

Følgeirkingen af Donald Trumps sejr i det amerikanske præsidentvalg vil få afgørende betydning for udsigterne for de nye markeder i 2017. Vi overvåger løbende udviklingen i råvarepriserne, centralbankernes rentepolitik og den politiske udvikling på de nye markeder med henblik på nye investeringsmuligheder.

Med udsigt til finanspolitiske lempelser i USA og potentielt mere aggressive forhøjelser af den amerikanske rente i det kommende år, kan en stærkere dollar blive et tema, der kan tynde de nye markeders valutaer. En række forhold vil dog kunne effekten af en styrket dollar. For det første blev en lang række af de nye markeders valutaer svækket forud for 2016, hvorefter de styrkedes igen i 2016. Vi tror, at mange af disse valutaer fortsat kan blive styrket mod dollaren. For det andet vil OPEC-landenes evne til at begrænse olieproduktionen i samarbejde med landene uden for OPEC være en faktor, som kan modvirke noget af dollarstyrkelsen for de olierelaterede lande. For det tredje vil politiske begivenheder forventes at påvirke valutakursudviklingen i lande som Tyrkiet og Brasilien på samme måde som det skete i 2016, hvilket vil skabe investeringsmuligheder.

En potentiel vækststopbremsning i Kina, fejlslagen politik, udtømming af reserver, øget populisme, stabilisering af råvarepriserne og geopolitiske risici giver et nuanceret grundlag for at investere i de nye markeder. Selvom vi ikke forventer et markant opsving i 2017, tror vi, at de nye markeder vil levere attraktive afkast, og at vi vil være i stand til at identificere attraktive investeringsmuligheder på tværs af obligationer og valutaer.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et lavt, men positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Tillväxtmarknadsobligationer Lokal Valuta, Klass SEK

Andelsklasse under Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	-	2015	2016
Afkast i SEK (pct.)*	-	-	-	÷14,86	18,57
Benchmarkafkast i SEK (pct.)*	-	-	-	÷15,35	18,47
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	85,14	100,94
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	÷47,465	÷509
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	1,24	1,24
Investorers formue (t.DKK)	-	-	-	351.039	732.150
Antal andele	-	-	-	5.060.078	9.346.249
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	100	100

\* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK	1.1.-31.12.2016	21.1.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	3.538	÷38.986
Klassespecifikke transaktioner:		
Terminforretninger	0	÷4.452
Administrationsomkostninger	4.048	4.027
<b>Klassens resultat</b>	<b>÷509</b>	<b>÷47.465</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorers formue primo	351.039	0
Emissioner i året	742.603	405.692
Indløsninger i året	÷364.724	÷7.533
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	3.740	345
Overførsel af periodens resultat	÷509	÷47.465
<b>Investorers formue ultimo</b>	<b>732.150</b>	<b>351.039</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	5.060.078	0
Emissioner i året	9.331.901	5.162.539
Indløsninger i året	÷5.045.729	÷102.461
<b>Andele ultimo året</b>	<b>9.346.249</b>	<b>5.060.078</b>

## Nye Markeder Small Cap KL

Investorerer i aktier i mindre selskaber, der er hjemmehørende i, eller som har hovedaktivitet i emerging markets-lande. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Afdelingen investerer fortrinsvis i aktier i mindre selskaber, der handles på markedspladser uden for developed markets-lande, eller i aktier i mindre selskaber, der er hjemmehørende i lande uden for developed markets. Derudover kan en mindre andel investeres i aktier i mindre selskaber, som på anden måde er afhængige af forhold uden for developed markets-lande. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på disse aktiemarkeder. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et aktiemarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige

risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre valuta ud af landet eller kan gøre det med kort varsel.

### Markedet

Efter et år med udsving endt de små og mellemstore aktier fra de nye markeder med en stigning i 2016. I starten af året var den lave oliepris og kursfald på kinesiske aktier med til at skabe øget usikkerhed på markedet. De fortsatte pengepolitiske lempelser fra de globale centralbanker og en markant stigning i råvarepriserne var dog med til at skabe fornyet tillid. I juni måned sendte Storbritanniens beslutning om at forlade EU chokbølger gennem de globale markeder. Aktierne rettede sig dog, da den amerikanske centralbank (Fed) udskød sine renteforhøjelser, og kinesisk økonomi viste tegn på bedring. Nogle af kursgevinsterne forsvandt imidlertid igen efter Donald Trumps overraskende sejr ved det amerikanske præsidentvalg. De fleste valutaer faldt over for den amerikanske dollar på grund af spekulation om, hvorvidt en Trump-regering vil løfte amerikansk økonomi på bekostning af den globale samhandel. På råvaresiden steg olieprisen, efter at de store producenter havde indgået en aftale om at beskære produktionen.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 7,62 pct., mens benchmark steg 4,96 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en stabilisering af råvarepriserne, fortsat lave renter og god økonomisk vækst.

### Vurdering af resultatet

Afdelingens overvægt af Latinamerika, særligt Brasilien, var den primære bidragsyder til det relative afkast. Det brasilianske marked og landets valuta fortsatte den positive udvikling som reaktion på den midlertidige præsident Michel Temers ambitiøse reformprogram. Vores brasilianske aktier klarede

#### Afdelingens profil

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Maj 2007
Risikoindikator (1-7): 5
Benchmark: MSCI Emerging Markets Small Cap inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0060080380
Porteføljegrådgiver: Aberdeen Asset Managers Limited

#### Landefordeling

Indien	13,0%
Brasilien	10,0%
Sydafrika	8,4%
Indonesien	8,4%
Tyrkiet	6,9%
Øvrige inkl. likvide	53,3%

#### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,35
Standardafvigelse	13,44
Tracking error	8,44
Information Ratio	-0,36
Sharpe Ratio (benchm.)	0,54
Standardafvigelse (benchm.)	13,87
Active share	97,61



## Nye Markeder Small Cap KL

sig generelt værre end det brede brasilianske marked da investorerne foretrak cykliske aktier. Uden for Brasilien bidrog den chilenske indkøbscenterkæde Parque Arauco markant til afkastet, og det samme gjaldt vores eneste peruvianske aktie, Grana Y Montero, som steg oven på en bedring af tilliden efter præsidentvalget i Peru, samt pæne resultater som understregede selskabets stærke pengestrømme.

Der var også bidrag fra gode resultater i vores indiske selskaber: Cementproducenten Ramco nød godt af højere priser og lavere omkostninger og aflagde et flot regnskab, mens Piramal Enterprises leverede et godt driftsresultat i sine aktiviteter inden for ejendomsudlån. Vores overvægt af det robuste syd-afrikanske marked bidrog positivt, og apotekerkæden Clicks overvandt de udfordrende makroøkonomiske forhold og rapporterede fortsat gode resultater. Selvom vores undervægt af Taiwan trak ned i det relative afkast, blev det mere end opvejet af vores undervægt af Sydkorea og Kina, som havde en svag periode.

Vores eksponering uden for benchmark til Nigeria blev et dyrt bekendtskab, da vores aktier faldt oven på den dramatiske devaluering af landets valuta, nairaen. Guinness Nigeria var en af de aktier, der trak mest ned i det relative afkast. Afkastet var også tynget af vores eksponering mod Egypten på grund af usikkerhed over, hvorvidt landets valuta ville få lov til at svækkes yderligere. Det var især forbrugerrelaterede investeringer som f.eks. Juhayna Food Industries, der kom under pres. Der var kursfald i jordanske Hikma Pharmaceuticals som følge af svag vækst, der bl.a. skyldtes ikke-tilbagevendende købsomkostninger, og fordi selskabets nyligt erhvervede division for generiske lægemidler ikke opnåede fremgang så hurtigt som forventet. Den polske detailkæde Eurocash rapporterede et uventet svagt resultat, hvilket betød at aktien var med til at trække ned i det relative afkast.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Aktier i emerging markets kan komme under pres som følge af en styrket dollar samt udsigten til protektionistiske tiltag fra den amerikanske præsident, Donald Trump. En stærkere dollar kan gøre livet svært for lande med stor udenlandsk gæld, herunder Brasilien, Rusland og Tyrkiet. De fleste udviklingslande er dog langt mindre sårbare, end de var for blot et par år siden, som følge af mærkbart forbedrede betalingsbalancer og styrkede valutareserver. Det kan give et mere stabilt fundament, så selskaber i porteføljen kan fokusere på omkostningsstyring og indtjeningsvækst.

Hvis Trump holder sine valgløfter og lukker døren for global samhandel, kan det tynde de eksportafhængige markeder. Vores portefølje er imidlertid mindre eksponeret mod eksportorienterede aktier. Den har i stedet fokus på selskaber med primært indenlandske aktiviteter, som måske vil nyde godt af et skifte mod mere forbrugsbaseret vækst.

Politisk instabilitet er fortsat en risikofaktor for investortilliden. Brasilien oplevede et turbulent år, som især var præget af rigsretssagen mod præsident Dilma Rousseff. Der er fortsat anklager om korruption imod den nuværende regering, så stabiliteten har endnu ikke indfundet sig. Tyrkiet har også haft en række udfordringer, herunder flere terrorangreb og et forsøg på statskup. Når det er sagt, så medfører vores fokus på aktievalg, at vi generelt investerer i veldrevne selskaber med stærke balancer, som kan hjælpe dem igennem eventuelle udfordringer.

### Forventninger til markedet samt strategi

De nye markeder ventes at komme under fornyet pres efter Donald Trumps valgsejr, som har styrket dollaren og skabt usikkerhed om potentielle protektionistiske tiltag. Selvom der fortsat hersker usikkerhed om virkningen af hans politik på længere sigt, så synes de fleste nye markeder i dag godt rustet til at overkomme de udfordringer, der måtte komme. Mange af vores selskaber er markedsførende og har tidligere klaret sig igennem kriseperioder, og der tages skridt til at styrke marginerne i form af strammere omkostningsstyring.

Vi har fortsat primært overvægt af indenlandsk orienterede virksomheder inden for f.eks. finans og konsumentvarer. Den finansielle sektor, som er repræsentant for økonomisk vækst, vil formentlig drage fordel af en voksende middelklasse samt på længere sigt af den lave udbredelse af finansielle produkter. Afdelingen undervægter den cykliske it-sektor, der med stadigt kortere produktlevetider kan få svært ved at øge indtjeningen.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Nye Markeder Small Cap KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015	31.12.2016	31.12.2015	
	1.000 DKK	1.000 DKK	1.000 DKK	1.000 DKK	
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	31	84	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	13	128	Indestående i depotselskab		
3 Udbytter	18.456	36.956	6.107	6.414	
I alt renter og udbytter	18.474	36.912	I alt likvide midler	6.107	6.414
<b>4 Kursgevinster og -tab:</b>			<b>Kapitalandele:</b>		
Obligationer	0	378	Not. aktier fra udl. selskaber		
Kapitalandele	46.182	÷8.590	640.182	824.732	
Valutakonti	÷51	2.974	I alt kapitalandele	640.182	824.732
Øvrige aktiver/passiver	4	÷70	<b>Andre aktiver:</b>		
5 Handelsomkostninger	÷331	0	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.		
I alt kursgevinster og -tab	45.805	÷5.308	297	1.400	
I alt indtægter	64.279	31.604	Mellemvær. vedr. handelsafv.	563	75
6 Administrationsomkostninger	12.257	22.479	Aktuelle skatteaktiver	11	0
<b>Resultat før skat</b>	<b>52.022</b>	<b>9.125</b>	I alt andre aktiver	871	1.475
7 Skat	1.293	3.083	<b>Aktiver i alt</b>	<b>647.161</b>	<b>832.621</b>
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>50.729</b>	<b>6.042</b>	<b>Passiver</b>		
<b>Resultatdisponering</b>			9 Investorerens formue	646.661	831.853
Foreslået udlodning	0	198.790	<b>Anden gæld:</b>		
Overført til udlodning næste år	÷15.218	33	Skyldige omkostninger		
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	÷15.218	198.823	181	66	
Overført til formuen	65.947	÷192.781	Mellemvær. vedr. handelsafv.	319	703
<b>I alt disponeret</b>	<b>50.729</b>	<b>6.042</b>	I alt anden gæld	500	768
			<b>Passiver i alt</b>	<b>647.161</b>	<b>832.621</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	35,42	÷7,13	13,60	÷5,89	7,62
Benchmarkafkast (pct.)	20,80	÷3,33	14,81	3,99	4,96
Sharpe Ratio	1,56	0,21	0,92	÷0,02	0,35
Indre værdi (DKK pr. andel)	176,03	156,27	166,45	151,48	126,59
Nettoresultat (t.DKK)	377.399	÷160.774	237.593	6.042	50.729
Udbytte (DKK pr. andel)	8,25	9,80	6,30	36,20	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,60	1,59	1,60	1,66	1,75
ÅOP	2,07	2,03	2,02	2,00	2,05
Omsætningshastighed (antal gange)	0,03	0,02	0,01	0,00	0,09
Investorerens formue (t.DKK)	1.623.478	1.753.230	2.071.704	831.853	646.661
Antal andele	9.222.892	11.219.442	12.446.236	5.491.427	5.108.336
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

## Nye Markeder Small Cap KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

#### Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK

	2016	2015
Indestående i depotselskab	31	81
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	0	3
I alt renteindtægter	31	84

#### Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK

	2016	2015
Andre renteudgifter	13	128
I alt renteudgifter	13	128

#### Note 3: Udbytter i 1.000 DKK

	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	18.456	36.956
I alt udbytter	18.456	36.956

#### Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK

	2016	2015
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	0	378
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	46.182	÷8.590
Valutakonti	÷51	2.974
Øvrige aktiver/passiver	4	÷70
Handelsomkostninger	÷331	0
I alt kursgevinster og -tab	45.805	÷5.308

#### Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK

	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷1.328	÷4.863
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	997	4.863
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷331	0

#### Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK

	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	34	0	217	0
Managementhonorar	11.239	0	20.368	0
Fast administrationshonorar	983	0	1.894	0
I alt opdelte adm.omk.	12.257	0	22.479	0
I alt adm.omkostninger		12.257		22.479

#### Note 7: Skat i 1.000 DKK

	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	1.293	3.083
I alt skat	1.293	3.083

#### Note 8: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK 2016

	2016	2015
Renter og udbytter	18.474	36.912
Ikke refunderbar udbytteskat	÷1.293	÷3.083
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	÷11	128
Kursgevinst til udlodning	÷32.188	317.545
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter; udbytter og kursgevinster	÷234	÷137.517
Udlodning overført fra sidste år	33	272
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	÷15.218	214.258
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	12.257	22.479
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	330	7.044
I alt til rådighed for udlodning, brutto	÷27.145	198.823
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	÷11.927	0
I alt til rådighed for udlodning, netto	÷15.218	198.823

#### Note 9: Investorers formue

	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerens formue primo	5.491.427	831.853	12.446.236	2.071.704
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		÷198.790		÷78.411
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		20.485		27.523
Emissioner i året	645.263	81.314	777.242	141.946
Indløsninger i året	÷1.028.354	÷139.215	÷7.732.051	÷1.342.989
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		285		6.038
Foreslået udlodning		0		198.790
Overførsel af periodens resultat		65.947		÷192.781
Overført til udlodning næste år		÷15.218		33
I alt investorenes formue	5.108.336	646.661	5.491.427	831.853

### Supplerende noter

	2016	2015
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,0	99,1
I alt finansielle instrumenter	99,0	99,1
Øvrige aktiver og passiver	1,0	0,9
I alt	100,0	100,0

## *Nye Markeder Small Cap – Akkumulerende KL*

Investerer i aktier i mindre selskaber, der er hjemmehørende i, eller som har hovedaktivitet i emerging markets-lande. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Afdelingen udbydes i to andelsklasser:

- Emerging Markets Small Cap, klasse NOK
- Nye Markeder Small Cap – Akkumulerende, klasse DKK

Afdelingens ledelsesberetning og det samlede regnskab omfattende resultat af investeringer m.m., som foretages fælles for klasserne, samt resultat af klassernes egne valuta-afdækninger og omkostninger findes på de følgende sider:

Noter for de enkelte klasser findes også på de følgende sider:

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

## Nye Markeder Small Cap – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	26.3.-31.12.2015	31.12.2016	31.12.2015	
	1.000 DKK	1.000 DKK	1.000 DKK	1.000 DKK	
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	5	4	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	1	5	Indestående i depotselskab		
3 Udbytter	1.500	1.082	679	525	
I alt renter og udbytter	1.504	1.081	I alt likvide midler	679	525
<b>4 Kursgevinster og -tab:</b>			<b>Kapitalandele:</b>		
Kapitalandele	3.833	÷9.174	Not. aktier fra udl. selskaber		
Valutakonti	71	÷211	59.573	54.785	
Øvrige aktiver/passiver	0	1	I alt kapitalandele	59.573	54.785
5 Handelsomkostninger	÷171	÷214	<b>Andre aktiver:</b>		
I alt kursgevinster og -tab	3.732	÷9.598	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.		
I alt indtægter	5.236	÷8.518	26	106	
<b>6 Administrationsomkostninger</b>			Mellemvær. vedr. handelsafv.	36	35
	1.097	743	Aktuelle skatteaktiver	1	0
<b>Resultat før skat</b>	<b>4.140</b>	<b>÷9.261</b>	I alt andre aktiver	64	140
<b>7 Skat</b>			<b>Aktiver i alt</b>	<b>60.315</b>	<b>55.451</b>
	105	86	<b>Passiver</b>		
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>4.034</b>	<b>÷9.347</b>	8 Investorers formue	60.271	55.445
<b>Resultatdisponering</b>			<b>Anden gæld:</b>		
Overført til formuen	4.034	÷9.347	Skyldige omkostninger		
<b>I alt disponeret</b>	<b>4.034</b>	<b>÷9.347</b>	18	5	
			Mellemvær. vedr. handelsafv.	26	0
			I alt anden gæld	44	5
			<b>Passiver i alt</b>	<b>60.315</b>	<b>55.451</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	-	-	-	2015	2016
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	÷9.347	4.034
Omsætningshastighed (antal gange)*	-	-	-	0,00	0,09
Investorers formue (t.DKK)	-	-	-	55.445	60.271

\* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

## Nye Markeder Small Cap – Akkumulerende KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	5	4
I alt renteindtægter	5	4

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	1	5
I alt renteudgifter	1	5

Note 3: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.500	1.082
I alt udbytter	1.500	1.082

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	3.833	÷9.174
Valutakonti	71	÷211
Øvrige aktiver/passiver	0	1
Handelsomkostninger	÷171	÷214
I alt kursgevinster og -tab	3.732	÷9.598

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷192	÷413
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	21	199
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷171	÷214

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	1	0	5	0
Managementhonorar	978	0	654	0
Fast administrationshonorar	118	0	84	0
I alt opdeltede adm.omk.	1.097	0	743	0
I alt adm.omkostninger		1.097		743

Note 7: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	105	86
I alt skat	105	86

Note 8: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo		55.445		0
Emissioner i året		2.710		69.377
Indløsninger i året		÷1.946		÷4.626
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		27		41
Overførsel af periodens resultat		4.034		÷9.347
I alt investoreernes formue		60.271		55.445

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
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

## Emerging Markets Small Cap, klasse NOK

Andelsklasse under Nye Markeder Small Cap – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindekoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer fortrinsvis i aktier i mindre selskaber, der handles på markedspladser uden for developed markets-lande, eller i aktier i mindre selskaber, der er hjemmehørende i lande uden for developed markets. Derudover kan en mindre andel investeres i aktier i mindre selskaber, som på anden måde er afhængige af forhold uden for developed markets-lande. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på disse aktiemarkeder. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et aktiemarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre valuta ud af landet eller kan gøre det med kort varsel.

### Markedet

Efter et år med udsving endt de små og mellemstore aktier fra de nye markeder med en stigning i 2016. I starten af året var den lave oliepris og kursfald på kinesiske aktier med til at skabe øget usikkerhed på markedet. De fortsatte pengepolitiske lempelser fra de globale centralbanker og en markant stigning i råvarepriserne var dog med til at skabe fornyet tillid. I juni måned sendte Storbritanniens beslutning om at forlade EU chokbølger gennem de globale markeder. Aktierne rettede sig dog, da den amerikanske centralbank (Fed) udskød sine renteforhøjelser, og kinesisk økonomi viste tegn på bedring. Nogle af kursgevinsterne forsvandt imidlertid igen efter Donald Trumps overraskende sejr ved det amerikanske præsidentvalg. De fleste valutaer faldt over for den amerikanske dollar på grund af spekulation om, hvorvidt en Trump-regering vil løfte amerikansk økonomi på bekostning af den globale samhandel. På råvaresiden steg olieprisen, efter at de store producenter havde indgået en aftale om at beskære produktionen.

### Afkast og benchmark

Andelsklasse gav i 2016 et afkast på 1,57 pct. målt i NOK, mens benchmark faldt 0,54 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en stabilisering af råvarepriserne, fortsat lave renter og god økonomisk vækst.

### Vurdering af resultatet

Andelsklassens overvægt af Latinamerika, særligt Brasilien, var den primære bidragsyder til det relative afkast. Det brasilianske marked og landets valuta fortsatte den positive udvikling som reaktion på den midlertidige præsident Michel Temers ambitiøse reformprogram. Vores brasilianske aktier klarede sig generelt værre end det brede brasilianske marked da investorerne foretrak cykliske aktier. Uden for Brasilien bidrog den chilenske indkøbscenterkæde Parque Arauco markant til afkastet, og det samme gjaldt vores eneste peruvianske aktie, Grana Y Montero, som steg oven på en bedring af tilliden efter præsidentvalget i Peru, samt pæne resultater som understregede selskabets stærke pengestrømme.

#### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Marts 2015
Risikoindeks (1-7): 5
Benchmark: MSCI Emerging Markets Small Cap inkl. nettoudbytter målt i NOK
Fondskode: DK0060587012
Porteføljerådgiver: Aberdeen Asset Managers Limited

#### Landefordeling

Indien	14,0%
Brasilien	10,1%
Indonesien	8,3%
Sydafrika	8,2%
Tyrkiet	7,2%
Øvrige inkl. likvide	52,2%

#### Nøgletal for risiko

Active share	97,61
--------------	-------

## Emerging Markets Small Cap, klasse NOK

Andelsklasse under Nye Markeder Small Cap – Akkumulerende KL

Der var også bidrag fra gode resultater i vores indiske selskaber: Cementproducenten Ramco nød godt af højere priser og lavere omkostninger og aflagde et flot regnskab, mens Piramal Enterprises leverede et godt driftsresultat i sine aktiviteter inden for ejendomsudlån. Vores overvægt af det robuste sydafrikanske marked bidrog positivt, og apotekerkæden Clicks overvandt de udfordrende makroøkonomiske forhold og rapporterede fortsat gode resultater. Selvom vores undervægt af Taiwan trak ned i det relative afkast, blev det mere end opvejet af vores undervægt af Sydkorea og Kina, som havde en svag periode.

Vores eksponering uden for benchmark til Nigeria blev et dyrt bekendtskab, da vores aktier faldt oven på den dramatiske devaluering af landets valuta, nairaen. Guinness Nigeria var en af de aktier, der trak mest ned i det relative afkast. Afkastet var også tynget af vores eksponering mod Egypten på grund af usikkerhed over, hvorvidt landets valuta ville få lov til at svækkes yderligere. Det var især forbrugerrelaterede investeringer som f.eks. Juhayna Food Industries, der kom under pres. Der var kursfald i jordanske Hikma Pharmaceuticals som følge af svag vækst, der bl.a. skyldtes ikke-tilbagevendende købsomkostninger, og fordi selskabets nyligt erhvervede division for generiske lægemidler ikke opnåede fremgang så hurtigt som forventet. Den polske detailkæde Eurocash rapporterede et uventet svagt resultat, hvilket betød at aktien var med til at trække ned i det relative afkast.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Aktier i emerging markets kan komme under pres som følge af en styrket dollar samt udsigten til protektionistiske tiltag fra den amerikanske præsident, Donald Trump. En stærkere dollar kan gøre livet svært for lande med stor udenlandsk gæld, herunder Brasilien, Rusland og Tyrkiet. De fleste udviklingslande er dog langt mindre sårbare, end de var for blot et par år siden, som følge af mærkbart forbedrede betalingsbalancer og styrkede valutareserver. Det kan give et mere stabilt fundament, så selskaber i porteføljen kan fokusere på omkostningsstyring og indtjeningsvækst.

Hvis Trump holder sine valgløfter og lukker døren for global samhandel, kan det tynge de eksportafhængige markeder. Vores portefølje er imidlertid mindre eksponeret mod ekspor-

torienterede aktier. Den har i stedet fokus på selskaber med primært indenlandske aktiviteter, som måske vil nyde godt af et skifte mod mere forbrugsbaseret vækst.

Politisk instabilitet er fortsat en risikofaktor for investortilliden. Brasilien oplevede et turbulent år, som især var præget af rigsretssagen mod præsident Dilma Rousseff. Der er fortsat anklager om korruption imod den nuværende regering, så stabiliteten har endnu ikke indfundet sig. Tyrkiet har også haft en række udfordringer; herunder flere terrorangreb og et forsøg på statskup. Når det er sagt, så medfører vores fokus på aktievalg, at vi generelt investerer i veldrevne selskaber med stærke balancer, som kan hjælpe dem igennem eventuelle udfordringer.

### Forventninger til markedet samt strategi

De nye markeder ventes at komme under fornyet pres efter Donald Trumps valgsejr, som har styrket dollaren og skabt usikkerhed om potentielle protektionistiske tiltag. Selvom der fortsat hersker usikkerhed om virkningen af hans politik på længere sigt, så synes de fleste nye markeder i dag godt rustet til at overkomme de udfordringer, der måtte komme. Mange af vores selskaber er markedsførende og har tidligere klaret sig igennem kriseperioder, og der tages skridt til at styrke marginerne i form af strammere omkostningsstyring.

Vi har fortsat primært overvægt af indenlandsk orienterede virksomheder inden for f.eks. finans og konsumentvarer. Den finansielle sektor, som er repræsentant for økonomisk vækst, vil formentlig drage fordel af en voksende middelklasse samt på længere sigt af den lave udbredelse af finansielle produkter. Andelsklassen undervægter den cykliske it-sektor, der med stadigt kortere produktlevetider kan få svært ved at øge indtjeningen.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.



## Emerging Markets Small Cap, klasse NOK

Andelsklasse under Nye Markeder Small Cap – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	-	2015	2016
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	÷2,55	1,57
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	1,93	÷0,54
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	97,45	98,98
Nettoreultat (t.DKK)*	-	-	-	÷6.267	2.270
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	1,93	1,92
Investorers formue (t.DKK)	-	-	-	33.495	34.502
Antal andele	-	-	-	442.787	425.567
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	100	100

\* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK	1.1.-31.12.2016	26.3.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	2.929	÷5.708
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	659	559
Klassens resultat	2.270	÷6.267
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
I alt finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorers formue primo	33.495	0
Emissioner i året	668	44.478
Indløsninger i året	÷1.946	÷4.626
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	15	÷90
Overførsel af periodens resultat	2.270	÷6.267
Investorers formue ultimo	34.502	33.495
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	442.787	0
Emissioner i året	8.117	500.349
Indløsninger i året	÷25.337	÷57.562
Andele ultimo året	425.567	442.787

## Nye Markeder Small Cap – Akkumulerende, klasse DKK

Andelsklasse under Nye Markeder Small Cap – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Andelsklassen investerer fortrinsvis i aktier i mindre selskaber, der handles på markedspladser uden for developed markets-lande, eller i aktier i mindre selskaber, der er hjemmehørende i lande uden for developed markets. Derudover kan en mindre andel investeres i aktier i mindre selskaber, som på anden måde er afhængige af forhold uden for developed markets-lande. Andelsklassen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på disse aktiemarkeder. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et aktiemarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder kan være forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til at føre valuta ud af landet eller kan gøre det med kort varsel.

### Markedet

Efter et år med udsving endte de små og mellemstore aktier fra de nye markeder med en stigning i 2016. I starten af året var den lave oliepris og kursfald på kinesiske aktier med til at skabe øget usikkerhed på markedet. De fortsatte pengepolitiske lømpelser fra de globale centralbanker og en markant stigning i råvarepriserne var dog med til at skabe fornyet tillid. I juni måned sendte Storbritanniens beslutning om at forlade EU chokbølger gennem de globale markeder. Aktierne rettede sig dog, da den amerikanske centralbank (Fed) udskød sine renteforhøjelser, og kinesisk økonomi viste tegn på bedring. Nogle af kursgevinsterne forsvandt imidlertid igen efter Donald Trumps overraskende sejr ved det amerikanske præsidentvalg. De fleste valutaer faldt over for den amerikanske dollar på grund af spekulation om, hvorvidt en Trump-regering vil løfte amerikansk økonomi på bekostning af den globale samhandel. På råvaresiden steg olieprisen, efter at de store producenter havde indgået en aftale om at beskære produktionen.

### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et afkast på 7,37 pct., mens benchmark steg 4,96 pct. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en stabilisering af råvarepriserne, fortsat lave renter og god økonomisk vækst.

### Vurdering af resultatet

Andelsklassens overvægt af Latinamerika, særligt Brasilien, var den primære bidragsyder til det relative afkast. Det brasilianske marked og landets valuta fortsatte den positive udvikling som reaktion på den midlertidige præsident Michel Temers ambitiøse reformprogram. Vores brasilianske aktier klarede sig generelt værre end det brede brasilianske marked da investorerne foretrak cykliske aktier. Uden for Brasilien bidrog den chilenske indkøbscenterkæde Parque Arauco markant til afkastet, og det samme gjaldt vores eneste peruvianske aktie, Grana Y Montero, som steg oven på en bedring af tilliden efter præsidentvalget i Peru, samt pæne resultater som understregede selskabets stærke pengestrømme.

### Andelsklassens profil

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Juli 2015
Risikoindikator (1-7): 5
Benchmark: MSCI Emerging Markets Small Cap inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0060640274
Porteføljerrådgiver: Aberdeen Asset Managers Limited

### Landefordeling

Indien	14,0%
Brasilien	10,1%
Indonesien	8,3%
Sydafrika	8,2%
Tyrkiet	7,2%
Øvrige inkl. likvide	52,2%

### Nøgletal for risiko

Active share	97,61
--------------	-------

## Nye Markeder Small Cap – Akkumulerende, klasse DKK

Andelsklasse under Nye Markeder Small Cap – Akkumulerende KL

Der var også bidrag fra gode resultater i vores indiske selskaber. Cementproducenten Ramco nød godt af højere priser og lavere omkostninger og aflagde et flot regnskab, mens Piramal Enterprises leverede et godt driftsresultat i sine aktiviteter inden for ejendomsudlån. Vores overvægt af det robuste sydafrikanske marked bidrog positivt, og apotekerkæden Clicks overvandt de udfordrende makroøkonomiske forhold og rapporterede fortsat gode resultater. Selvom vores undervægt af Taiwan trak ned i det relative afkast, blev det mere end opvejet af vores undervægt af Sydkorea og Kina, som havde en svag periode.

Vores eksponering uden for benchmark til Nigeria blev et dyrt bekendtskab, da vores aktier faldt oven på den dramatiske devaluering af landets valuta, nairaen. Guinness Nigeria var en af de aktier, der trak mest ned i det relative afkast. Afkastet var også tyngt af vores eksponering mod Egypten på grund af usikkerhed over, hvorvidt landets valuta ville få lov til at svækkes yderligere. Det var især forbrugerrelaterede investeringer som f.eks. Juhayna Food Industries, der kom under pres. Der var kursfald i jordanske Hikma Pharmaceuticals som følge af svag vækst, der bl.a. skyldtes ikke-tilbagevendende købsomkostninger, og fordi selskabets nyligt erhvervede division for generiske lægemidler ikke opnåede fremgang så hurtigt som forventet. Den polske detailkæde Eurocash rapporterede et uventet svagt resultat, hvilket betød at aktien var med til at trække ned i det relative afkast.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Aktier i emerging markets kan komme under pres som følge af en styrket dollar samt udsigten til protektionistiske tiltag fra den amerikanske præsident, Donald Trump. En stærkere dollar kan gøre livet svært for lande med stor udenlandsk gæld, herunder Brasilien, Rusland og Tyrkiet. De fleste udviklingslande er dog langt mindre sårbare, end de var for blot et par år siden, som følge af mærkbart forbedrede betalingsbalancer og styrkede valutareserver. Det kan give et mere stabilt fundament, så selskaber i porteføljen kan fokusere på omkostningsstyring og indtjeningsvækst.

Hvis Trump holder sine valgløfter og lukker døren for global samhandel, kan det tynde de eksportafhængige markeder:

Vores portefølje er imidlertid mindre eksponeret mod eksportorienterede aktier. Den har i stedet fokus på selskaber med primært indenlandske aktiviteter, som måske vil nyde godt af et skifte mod mere forbrugsbaseret vækst.

Politisk instabilitet er fortsat en risikofaktor for investortilliden. Brasilien oplevede et turbulent år, som især var præget af rigsretssagen mod præsident Dilma Rousseff. Der er fortsat anklager om korruption imod den nuværende regering, så stabiliteten har endnu ikke indfundet sig. Tyrkiet har også haft en række udfordringer, herunder flere terrorangreb og et forsøg på statskup. Når det er sagt, så medfører vores fokus på aktievalg, at vi generelt investerer i veldrevne selskaber med stærke balancer, som kan hjælpe dem igennem eventuelle udfordringer.

### Forventninger til markedet samt strategi

De nye markeder ventes at komme under fornyet pres efter Donald Trumps valgsejr, som har styrket dollaren og skabt usikkerhed om potentielle protektionistiske tiltag. Selvom der fortsat hersker usikkerhed om virkningen af hans politik på længere sigt, så synes de fleste nye markeder i dag godt rustet til at overkomme de udfordringer, der måtte komme. Mange af vores selskaber er markedsførende og har tidligere klaret sig igennem kriseperioder, og der tages skridt til at styrke marginerne i form af strammere omkostningsstyring.

Vi har fortsat primært overvægt af indenlandsk orienterede virksomheder inden for f.eks. finans og konsumentvarer. Den finansielle sektor, som er repræsentant for økonomisk vækst, vil formentlig drage fordel af en voksende middelklasse samt på længere sigt af den lave udbredelse af finansielle produkter. Andelsklassen undervægter den cykliske it-sektor, der med stadigt kortere produktlevetider kan få svært ved at øge indtjeningen.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Nye Markeder Small Cap – Akkumulerende, klasse DKK

Andelsklasse under Nye Markeder Small Cap – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	-	2015	2016
Afkast (pct.)*	-	-	-	÷11,87	7,37
Benchmarkafkast (pct.)*	-	-	-	÷9,99	4,96
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	88,13	94,63
Nettoreultat (t.DKK)*	-	-	-	÷3.080	1.764
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	1,74	1,74
ÅOP	-	-	-	2,03	2,27
Investorers formue (t.DKK)	-	-	-	21.950	25.769
Antal andele	-	-	-	249.115	272.365
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	100	100

\* 2015 dækker en periode på mindre end 12 måneder

<b>KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK</b>	<b>1.1.-31.12.2016</b>	<b>14.7.-31.12.2015</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen	2.202	÷2.896
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	438	184
<b>Klassens resultat</b>	<b>1.764</b>	<b>÷3.080</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorers formue primo	21.950	0
Emissioner i året	2.043	24.898
Indløsninger i året	0	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	12	132
Overførsel af periodens resultat	1.764	÷3.080
<b>Investorers formue ultimo</b>	<b>25.769</b>	<b>21.950</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	249.115	0
Emissioner i året	23.250	249.115
Indløsninger i året	0	0
<b>Andele ultimo året</b>	<b>272.365</b>	<b>249.115</b>

## Teknologi KL

Investerer globalt i aktier i selskaber, der drager fordel af udvikling, produktion, distribution og anvendelse af teknologi i bred forstand. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorenes afkast.

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindekset – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Da afdelingen investerer globalt i aktier i selskaber, der drager fordel af udvikling, produktion, distribution og anvendelse af teknologi i bred forstand, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til denne type af aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

Usikkerhed om udviklingen i den globale økonomi tyngede investorenes tillid i størstedelen af 2016 og fik negativ indvirkning på vækstsektorer i teknologisektoren. Med hjælp fra centralbankerne og fortsat bedre nøgletal fra USA steg aktierne markant i forhold til det lave niveau i starten af året. Der var imidlertid fortsat lav risikovillighed og stor efterspørgsel efter afkast, hvilket betød at investorerne gik udenom aktier, som ansås for at indebære høj risiko, og bevægede sig over i de større udbyttebetalende aktier.

Mod slutningen af perioden blev spændingen om det amerikanske præsidentvalg udløst med valget af Donald Trump som USA's kommende præsident. Der er fortsat stor usikkerhed om nogle af den nye fremlagte politikker, men aktierne steg kraftigt, idet en mere lempelig finanspolitik i USA ventes at give økonomisk vækst.

Mens det brede aktiemarked har oplevet store stigninger siden Donald Trumps valgsejr, har teknologisektoren haltet bagefter de cykliske aktier. Investorerne har forventet højere økonomisk vækst og er derfor gået ud af deres teknologiaktier for i stedet at købe op i mere økonomisk følsomme områder som f.eks. banker og industriselskaber.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 7,59 pct., mens benchmark steg med 16,53 pct. Afdelingens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en fortsat lempelig pengepolitik og god økonomisk vækst.

### Vurdering af resultatet

Afdelingen leverede et positivt absolut afkast men klarede sig dårligere end benchmark. De primære årsager til, at afdelingen klarede sig dårligere end benchmark, er bl.a. vores over-

#### Afdelingens profil

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Juni 1999
Risikoindeks (1-7): 6
Benchmark: S&P North American Technology Sector Index inkl. nettoudbytter
Fondskode: DK0016023229
Porteføljeradgiver: RCM Capital Management LLC

#### Branchefordeling

Halvledere	13,5%
Internet, software og serviceydelser	12,8%
Databehandling og services	12,6%
Teknik og computertilbehør	11,9%
Udvikling af operativsystemer mm.	11,3%
Øvrige inkl. likvide	37,9%

#### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	1,00
Standardafvigelse	15,36
Tracking error	4,38
Information Ratio	÷ 1,51
Sharpe Ratio (benchm.)	1,44
Standardafvigelse (benchm.)	14,56
Active share	47,0

## Teknologi KL

vægt af nogle software-vækstselskaber som f.eks. ServiceNow, Palo Alto Networks og Criteo samt vores under-vægt af nogle af de store udbyttebetalende selskaber som eksempelvis IBM, Texas Instruments og Microsoft. Mange af vækstaktierne var under pres det meste af året som følge af deres høje værdifastsættelse, da investorerne ikke fandt de høje niveauer berettigede, selvom mange af disse selskaber faktisk leverede robust og tocifret indtjeningsvækst.

På den positive side bidrog overvægten af visse halvlederselskaber positivt til vores absolutte og relative afkast. Selskaber som Applied Materials, Micron Technology, Lam Research og Microchip Technology nyder godt af mindre lagre, bedre prissætning og nye teknologier inden for fremstilling af halvledere. Der var desuden store stigninger i selskabet Computer Sciences oven på fusionen med HPE Enterprise Services, mens det kinesiske e-handelselskab Tencent klarer sig godt takket været den hastige udbredelse af e-handel og internetreklamer i Kina.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Væksten i verdensøkonomien er fortsat positivt understøttet af en lempelig pengepolitik i såvel de udviklede økonomier som i emerging markets. Vækstniveauet i de udviklede økonomier er præget af diversitet de økonomiske regioner imellem. Europæisk økonomi er positivt understøttet af den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar, attraktive finansielle vilkår og afdæmpede inflationsforventninger. I USA er den økonomiske vækst pæn og arbejdsmarkedet stramt, og den Amerikanske Centralbank har genoptaget forhøjelserne af de ledende renter. Det er endnu ikke afklaret i detaljer, hvorledes den nyvalgte amerikanske præsident, Donald Trump, vil forvalte sit præsidentembede - herunder evt. ændre den førte økonomiske politik. Usikkerhed med hensyn til den økonomiske udvikling i såvel de udviklede økonomier som emerging markets, tempoet i stramningen af pengepolitikken i USA samt mindre tiltro til længden af en fortsat lempelig pengepolitik i Europa og Japan vil kunne give anledning til en negativ stemning på aktiemarkedene.

Historisk har afdelingen i høj grad været undervægtet større selskaber, hvoraf mange typisk ikke udviser de vækstrater, som vores strategi tilsiger. Vi har i nogen udstrækning ændret vores syn på disse selskaber, idet nogle af dem har indledt tilbagekøbsprogrammer og nu bevæger sig ind på nye teknologimarkeder. Dette kan øge deres indtjeningsvækst og føre til højere værdiansættelser. Vi reducerer normalt vores undervægt af større selskaber i perioder med voksende pessimisme blandt investorerne, og denne omstillingsmulighed har foranlediget os til at øge eksponeringen mod denne gruppe mere end normalt. Vi har fortsat store positioner i flere mellemstore selskaber, særligt inden for mobilt internet, cloud computing, kunstig intelligens og selvkørende biler, som vi mener bliver fremtidens vindere i teknologisektoren. I den udstrækning at investorerne går mere efter afkast og

likviditet end efter vækst, har vi erfaret, at vores strategi ikke virker så godt i en situation med stor makroøkonomisk usikkerhed. I en sådan situation vil vores strategi komme til kort som følge af en lavere eksponering mod større selskaber i forhold til benchmark. Vores fokus på højvækstselskaber indebærer desuden den risiko, at visse selskaber enten af driftsmæssige eller konkurrencemæssige årsager ikke formår at leve op til markedets omsætnings- og eller indtjeningsforventninger.

### Forventninger til markedet og strategi for 2017

Væksten i den globale økonomi er positiv drevet af en solid økonomisk udvikling i de udviklede økonomier samtidigt med, at den økonomiske vækst i emerging markets er stabiliseret. Der er fortsat stor variation i vækstudviklingen imellem de forskellige økonomiske regioner. I USA forventes en stærk vækst at resultere i en stramning af pengepolitikken i 2017. Kombineret med en relativ høj prisfastsættelse kan det lægge en dæmper på udviklingen på aktiemarkedet. I Europa vil vi fortsat opleve meget lempelige finansielle vilkår. Dette vil understøtte investerings- og forbrugslysten, samtidigt med at en fortsat svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar vil være understøttende for den økonomiske vækst og dermed skabe et fornuftigt indtjeningspotentiale kombineret med en attraktiv prisfastsættelse. I 2017 forventer vi en moderat positiv udvikling på aktiemarkedene, men også markeder der vil være præget af både stigende og faldende risikoappetit drevet af økonomiske og politiske nyheder globalt.

Vi mener, at de politiske forandringer, som Trump-regeringen lægger op til, vil være godt for økonomien og erhvervslivet, og det bør medføre højere økonomisk vækst i USA. I de kommende måneder kan der måske ses en fortsat bevægelse væk fra teknologisektoren over i andre cykliske sektorer, som har været ramt af den seneste tids politik - herunder banker - samt selskaber, som vil nyde godt af lavere skatter, herunder i branchen for varige forbrugsgoder. Når skiftet til de andre sektorer begynder at aftage, bør teknologisektoren dog igen nyde godt af en styrket amerikansk økonomi, og teknologisektorer forventes at få del af de stigende aktiemarkeder.

Fremadrettet forventer vi stadig, at teknologisektoren tilbyder nogle af de bedste absolutte og relative afkastmuligheder på aktiemarkedet, især for investorer med fokus på udvælgelse af enkeltaktier. Væksten inden for teknologi kommer fra etableringen af nye markeder og ikke blot økonomisk vækst. Investorerne skal finde de selskaber, der genererer organisk vækst ved at skabe nye markeder, eller gennemføre omfattende ændringer på de eksisterende markeder. Sektorer som eksempelvis bilbranchen, reklame, sikkerhed, detailhandel og internetydelser er alle under forandring af den teknologiske udvikling. I øjeblikket ser vi en bølge af innovation i sektoren, som vi mener potentielt kan skabe attraktive afkast for selskaber med best-in-class løsninger. Som eksempel kan nævnes, at cloud computing software 'as-a-service' ændrer den måde, hvorpå selskaber håndterer deres software-in-

## Teknologi KL

infrastruktur og kundeleverancer. Fremskridt i bilbranchen forbedrer markant køreoplevelsen, og applikationer inden for kunstig intelligens står foran markant at kunne forbedre produktiviteten i erhvervslivet og hos forbrugerne. Vi ser også en række selskaber, hvis nuværende værdiansættelse efter vores opfattelse ikke fuldt afspejler en positiv selskabs- og eller branchespecifik udvikling.

Trods en høj værdiansættelse af nogle cloud- og internetvirksomheder ser vi fortsat enorme potentielle markeder, der langt overstiger deres nuværende omsætning. Vi har dog konsolideret vores eksponering mod disse områder på kvalitets-selskaber, som har de mest lovende løsninger, og som med deres forretningsmodeller udviser klart potentiale til stor indtjenings- og pengestrømsvækst i de kommende år.

Vi ser også gode investeringsmuligheder blandt mere attraktivt værdiansatte teknologiområder. Særligt oplever visse etablerede aktører markante fremskridt med deres 'as-a-service'-løsninger. En lang række selskaber tilbyder software-ydelser via internettet mod abonnementsbetaling. Derved sparer kunderne penge, da det reducerer behovet for mange IT-medarbejdere, de behøver ikke betale store licensafgifter, og vedligeholdelse og opgraderinger er typisk inkluderet i abonnementsbetalingen. For sælgerne er de løbende indtægter med til at sikre et pænt overskud og en stabil likviditet.

Kunstig intelligens er også ved at blive en vigtig tendens. Den praktiske anvendelse af kunstig intelligens bliver langsomt mere udbredt, f.eks. inden for forbrugsvarer som Amazon Echo og selvkørende biler. Vi forventer, at kunstig intelligens i stigende grad vil blive anvendt til at gøre dagligdagen lettere. Vi vil fortsat fokusere kraftigt på at skabe balance mellem risici og muligheder på baggrund af vores branchekendskab og lægge vægt på fundamental udvælgelse af enkeltaktier.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Teknologi KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	90	13	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	153	92	Indestående i depotselskab	29.918	170.076
3 Udbytter	12.281	22.686	<b>I alt likvide midler</b>	<b>29.918</b>	<b>170.076</b>
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>12.218</b>	<b>22.607</b>	<b>Kapitalandele:</b>		
4 <b>Kursgevinster og -tab:</b>			Not. aktier fra udl. selskaber	761.022	1.037.508
Kapitalandele	85.709	174.637	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>761.022</b>	<b>1.037.508</b>
Valutakonti	÷2.474	913	<b>Andre aktiver:</b>		
Øvrige aktiver/passiver	÷19	49	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	729	180
5 Handelsomkostninger	÷2.101	÷2.616	Mellemvær. vedr. handelsafv.	2.779	2.273
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>81.116</b>	<b>172.983</b>	Aktuelle skatteaktiver	76	279
<b>I alt indtægter</b>	<b>93.334</b>	<b>195.589</b>	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>3.584</b>	<b>2.732</b>
6 Administrationsomkostninger	17.614	19.019	<b>Aktiver i alt</b>	<b>794.524</b>	<b>1.210.316</b>
<b>Resultat før skat</b>	<b>75.721</b>	<b>176.571</b>	<b>Passiver</b>		
7 Skat	1.585	1.209	9 <b>Investorerers formue</b>	<b>787.657</b>	<b>1.210.222</b>
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>74.136</b>	<b>175.362</b>	<b>Anden gæld:</b>		
<b>Resultatdisponering</b>			Skyldige omkostninger	222	94
Foreslået udlodning	121.827	0	Mellemvær. vedr. handelsafv.	6.644	0
Overført til udlodning næste år	237	0	<b>I alt anden gæld</b>	<b>6.867</b>	<b>94</b>
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	122.063	0	<b>Passiver i alt</b>	<b>794.524</b>	<b>1.210.316</b>
Overført til formuen	÷47.928	175.362			
<b>I alt disponeret</b>	<b>74.136</b>	<b>175.362</b>			

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	9,30	36,92	27,15	16,08	7,59
Benchmarkafkast (pct.)	13,90	28,75	31,03	22,70	16,53
Sharpe Ratio	0,69	0,81	1,94	1,63	1,00
Indre værdi (DKK pr. andel)	44,90	61,48	78,17	90,74	97,63
Nettoresultat (t.DKK)	55.364	215.543	214.707	175.362	74.136
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	0,00	0,00	0,00	15,10
Administrationsomkostninger (pct.)	1,60	1,60	1,60	1,61	1,64
ÅOP	2,15	2,22	2,07	1,90	1,88
Omsætningshastighed (antal gange)	1,14	1,33	1,09	1,36	1,13
Investorerers formue (t.DKK)	643.660	794.227	1.025.070	1.210.222	787.657
Antal andele	14.335.227	12.918.671	13.112.821	13.336.881	8.067.986
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100



## Teknologi KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	90	13
I alt renteindtægter	90	13

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	153	92
I alt renteudgifter	153	92

Note 3: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	12.281	22.686
I alt udbytter	12.281	22.686

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	85.709	174.637
Vælutakonti	÷2.474	913
Øvrige aktiver/passiver	÷19	49
Handelsomkostninger	÷2.101	÷2.616
I alt kursgevinster og -tab	81.116	172.983

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷2.921	÷2.877
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	820	261
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷2.101	÷2.616

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Andre honorarer til revisorer	0	0	2	0
Øvrige omkostninger	0	0	2	0
Managementhonorar	16.110	0	17.366	0
Fast administrationshonorar	1.504	0	1.649	0
I alt opdeltede adm.omk.	17.614	0	19.019	0
I alt adm.omkostninger		17.614		19.019

Note 7: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	1.585	1.209
I alt skat	1.585	1.209

### Note 8: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK 2016 2015

Renter og udbytter	12.218	22.607
Ikke refunderbar udbytteskat	÷1.585	÷1.209
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	136	55
Kursgevinst til udlodning	188.255	210.827
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter; udbytter og kursgevinster	÷65.229	÷9.094
Udlodning overført fra sidste år	0	÷223.136
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	133.796	50
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	17.614	19.019
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	5.881	160
I alt til rådighed for udlodning, brutto	122.063	÷18.809
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	0	÷18.809
I alt til rådighed for udlodning, netto	122.063	0

### Note 9: Investorers formue 2016 2015

	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerens formue primo	13.336.881	1.210.222	13.112.821	1.025.070
Emissioner i året	2.987.132	255.073	1.835.792	157.998
Indløsninger i året	÷8.256.027	÷753.304	÷1.611.732	÷148.693
Netto emissionsstillæg og indløsningsfradrag		1.530		486
Foreslået udlodning		121.827		0
Overførsel af periodens resultat		÷47.928		175.362
Overført til udlodning næste år		237		0
I alt investorerens formue	8.067.986	787.657	13.336.881	1.210.222

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,6	85,7
I alt finansielle instrumenter	96,6	85,7
Øvrige aktiver og passiver	3,4	14,3
I alt	100,0	100,0

## Tyskland KL

Investerer i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i eller som har hovedaktivitet i Tyskland. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [dankeinvest.dk](http://dankeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Da afdelingen investerer i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i, eller som har hovedaktivitet i Tyskland, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til denne type aktier. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

Det tyske aktiemarked klarede sig lidt bedre end resten af Europa i 2016. Aktiemarkedet var lidt under pres i første halvår, men kom pænt tilbage slutningen af året. Aktiemarkedet var blandt andet påvirket af Storbritanniens afstemning

om fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, hvilket skabte usikkerhed op til afstemningen. Afstemningsresultatet blev et nej til fortsat deltagelse i det europæiske samarbejde, og dette skabte fornyet usikkerhed og negative kursreaktioner. De negative kursreaktioner var imidlertid kortvarige, og andet halvår af 2016 bød på en vending i aktiemarkedet og positive afkast. Den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en pæn økonomisk vækst og attraktive finansielle vilkår var understøttende for kursudviklingen. Det amerikanske præsidentvalg, der endte med en valgsejr til den republikanske kandidat Donald Trump, afstedkom positive kursreaktioner i aktiemarkedet, stigende renter i USA samt en styrkelse af USD. I slutningen af året indgik de olieproducerende lande i OPEC en aftale med henblik på at reducere olieproduktionen, hvilket bevirkede, at olieprisen steg til ca. USD 57 pr. tønde Brent.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et negativt afkast på 1,56 pct., mens benchmark steg 5,72 pct. Afdelingens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har ikke indfriet vores forventning om moderat positivt afkast på grund af Brexit og usikkerheden om det fremtidige økonomiske samarbejde i Europa.

### Vurdering af resultatet

2016 var ikke året hvor man skulle investere i auto relaterede aktier, som er en meget stor sektor i Tyskland. Vi havde Continental og Norma, der endte året med at falde henholdsvis 16,89pct og 19,39pct. Vi havde også Fuchs Petrolub, som producerer smøremidler til bl.a. bilindustrien. Den endte året med et fald på 6,61pct på trods af pæne regnskaber.

En af afdelingens positioner, medicinalsekskabet Bayer, valgte i 2016 at gå efter at købe amerikanske Monstanto. Efter en del forhandlinger blev de to selskabers bestyrelser enige. Overtagelsen er ikke blevet godkendt endnu af de respektive myndigheder. Vi ser et klart potentiale i overtagelsen på lidt længere sigt. Aktiemarkedet reagerede i 2016 negativt på den planlagte overtagelse og sendte Bayer ned med 12,57pct.

### Afdelingens profil

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: Juli 2006
Risikoindikator (1-7): 6
Benchmark: 1 3 DAX, 1 3 MDAX og 1 3 SDAX inkl. bruttoudbytte
Fondskode: DK0060041564
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Branchefordeling

Forbrugsgoder	20,9%
Industri	20,0%
Materialer	17,7%
Sundhedspleje	9,5%
Finans	7,7%
Øvrige inkl. likvide	24,2%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,42
Standardafvigelse	13,37
Tracking error	5,10
Information Ratio	-0,71
Sharpe Ratio (benchm.)	0,62
Standardafvigelse (benchm.)	14,59
Active share	72,92

## Tyskland KL

At vi ikke har investeret i flere cykliske selskaber har ligeledes bidraget negativt til afdelingens relative afkast i 2016. Eksempler på dette er stålselskaber som Thyssen, Salzgitter og polysilicon producenten Wacker Chemie, - alle selskaber som gav pæne tocifrede afkast.

Vores dårligste aktie var billet- og eventselskabet CTS Eventim, som efter et par lidt svage regnskaber endte året med at falde 17,55%.

På den positive side var vores to bedste aktier de to kemiproducenter Lanxess og Convestro, som i 2016 steg med 47,65 pct. og 35,33 pct. Vores fravalg af detailhandelselskabet Steinhoff og Deutsche Bank bidrog ligeledes positivt.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Væksten i verdensøkonomien er fortsat positivt understøttet af en lempelig pengepolitik i såvel de udviklede økonomier som i emerging markets. Vækstniveauet i de udviklede økonomier er præget af diversitet de økonomiske regioner imellem. Europæisk økonomi er positivt understøttet af den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, en svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar, attraktive finansielle vilkår og afdæmpede inflationsforventninger. I USA er den økonomiske vækst pæn og arbejdsmarkedet stramt, og den Amerikanske Centralbank har genoptaget forhøjelserne af de ledende renter. Det er endnu ikke afklaret i detaljer, hvorledes den nyvalgte amerikanske præsident, Donald Trump, vil forvalte sit præsidentembede - herunder evt. ændre den førte økonomiske politik. Usikkerhed med hensyn til den økonomiske udvikling, tempoet i stramningen af pengepolitikken i USA samt mindre tiltro til længden af en fortsat lempelig pengepolitik i Europa vil kunne give anledning til en negativ stemning på aktiemarkederne i Europa og globalt.

De afledte effekter på de globale finansielle markeder af en stramning af pengepolitikken i USA og dermed en stigning i de ledende renter i takt med pæn økonomisk vækst har blandt andet medført, at renten på 10-årige statsobligationer er steget. Dette indikerer således et paradigmeskift efter en lang periode med rentefald. En intensivering i rentestigningerne blandt andet er drevet af ændringen i den førte økonomiske politik kan give usikkerhed på aktiemarkederne.

Udviklingen på råvaremarkederne - og i særdeleshed i olieprisen - samt valutabevægelser kan få såvel positive som negative afledte effekter på aktiemarkederne.

Endelig vil en række betydende folkeafstemninger i Europa, Storbritanniens forventede aktivering af artikel 50 i starten af 2017 og nyheder i relation til de politiske forhandlinger kunne påvirke aktiemarkederne negativt.

Afdelingen er undervægtet i selskaber med en mere cyklisk forretningsmodel, så en overraskende stærk udvikling i økonomien kan blive årsag til at afdelingens investeringer ikke helt kan følge med markedet.

### Forventninger til markedet samt strategi

Væksten i den globale økonomi er positiv drevet af en solid økonomisk udvikling i de udviklede økonomier samtidigt med, at den økonomiske vækst i emerging markets er stabiliseret. I Europa forventer vi fortsat meget lempelige finansielle vilkår. Dette er stimulerende for investerings- og forbrugslysten, samtidigt med at en fortsat svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar vil være understøttende for den økonomiske vækst i Europa og dermed skabe et fornuftigt indtjeningspotentiale. Dette kombineret med en attraktiv prisfastsættelse medfører, at vi forventer en moderat positiv udvikling på aktiemarkederne, men også markeder, der vil være præget af både stigende og faldende risikoappetit drevet af økonomiske og politiske nyheder globalt.

Afdelingens største overvægt ved udgangen af 2016 er aktier i sektorerne forsikring, informationsteknologi og stabilt forbrug, hvor stærke balancer og en global, robust forretningsmodel giver grobund for fortsat indtjeningsvækst. Endvidere leder vi efter selskaber på tværs af de øvrige sektorer, som via interne forbedringer og omstruktureringer kan forbedre indtjeningssevnen. Vi er undervægtet råvareselskaber så som mine-, stål- og cementproducenter. Vi undgår selskaber hvor den gældende dividendepolitik opretholdes ved gældsoptagelse og eller underinvesteringer. Ligeledes undgår vi 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 følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Tyskland KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteudgifter	127	89	<b>Likvide midler:</b>		
2 Udbytter	21.907	28.064	Indestående i depotselskab	17.016	24.258
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>21.781</b>	<b>27.975</b>	<b>I alt likvide midler</b>	<b>17.016</b>	<b>24.258</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab:</b>			<b>Kapitalandele:</b>		
Kapitalandele	÷35.119	156.473	Not. aktier fra udl. selskaber	1.018.892	1.371.658
Valutakonti	300	1.558	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>1.018.892</b>	<b>1.371.658</b>
Øvrige aktiver/passiver	÷38	26	<b>Andre aktiver:</b>		
4 Handelsomkostninger	÷738	÷599	Aktuelle skatteaktiver	5.375	14.621
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>÷35.595</b>	<b>157.458</b>	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>5.375</b>	<b>14.621</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>÷13.814</b>	<b>185.433</b>	<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.041.282</b>	<b>1.410.537</b>
5 Administrationsomkostninger	19.347	22.729	<b>Passiver</b>		
<b>Resultat før skat</b>	<b>÷33.161</b>	<b>162.704</b>	8 Investorers formue	1.040.989	1.410.422
6 Skat	2.862	3.783	<b>Anden gæld:</b>		
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>÷36.023</b>	<b>158.921</b>	Skyldige omkostninger	293	115
<b>Resultatdisponering</b>			<b>I alt anden gæld</b>	<b>293</b>	<b>115</b>
Foreslået udlodning	161.387	97.774	<b>Passiver i alt</b>	<b>1.041.282</b>	<b>1.410.537</b>
Overført til udlodning næste år	472	528			
7 Disponeret i alt vedr. udlodning	161.859	98.303			
Overført til formuen	÷197.882	60.618			
<b>I alt disponeret</b>	<b>÷36.023</b>	<b>158.921</b>			

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	29,73	31,83	5,88	13,62	÷1,56
Benchmarkafkast (pct.)	27,72	31,30	3,37	19,88	5,72
Sharpe Ratio	0,74	0,68	1,56	1,23	0,42
Indre værdi (DKK pr. andel)	133,83	174,18	184,42	204,84	187,06
Nettoresultat (t.DKK)	263.334	305.928	58.253	158.921	÷36.023
Udbytte (DKK pr. andel)	1,75	0,00	4,90	14,20	29,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,59	1,59	1,60	1,64	1,69
ÅOP	1,88	1,86	1,89	1,80	1,84
Omsætningshastighed (antal gange)	0,10	0,09	0,16	0,21	0,24
Investorers formue (t.DKK)	1.026.460	1.261.810	1.163.270	1.410.422	1.040.989
Antal andele	7.670.129	7.244.442	6.307.656	6.885.509	5.565.053
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

## Tyskland KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	127	89
I alt renteudgifter	127	89

Note 2: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	21.907	28.064
I alt udbytter	21.907	28.064

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	÷35.119	156.473
Vælutakonti	300	1.558
Øvrige aktiver/passiver	÷38	26
Handelsomkostninger	÷738	÷599
I alt kursgevinster og -tab	+35.595	157.458

Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷1.037	÷899
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	299	301
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷738	÷599

Note 5: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	30	0
Managementhonorar	17.744	0	20.763	0
Fast administrationshonorar	1.603	0	1.937	0
I alt opdelte adm.omk.	19.347	0	22.729	0
I alt adm.omkostninger		19.347		22.729

Note 6: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	2.862	3.783
I alt skat	2.862	3.783

### Note 7: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK 2016 2015

Renter og udbytter	21.781	27.975
Ikke refunderbar udbytteskat	÷2.862	÷3.783
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	9.209	÷2.686
Kursgevinst til udlodning	172.944	97.325
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	÷22.406	2.462
Udlodning overført fra sidste år	528	105
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	179.194	121.397
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	19.347	22.729
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	2.011	÷365
I alt til rådighed for udlodning netto	161.859	98.303

### Note 8: Investorers formue 2016 2015

	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo	6.885.509	1.410.422	6.307.656	1.163.270
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		÷97.774		÷30.908
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		5.628		÷2.406
Emissioner i året	55.346	10.461	1.032.853	213.069
Indløsninger i året	÷1.375.802	÷252.171	÷455.000	÷91.987
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		446		462
Foreslået udlodning		161.387		97.774
Overførsel af periodens resultat		÷197.882		60.618
Overført til udlodning næste år		472		528
I alt investorenes formue	5.565.053	1.040.989	6.885.509	1.410.422

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,9	97,3
I alt finansielle instrumenter	97,9	97,3
Øvrige aktiver og passiver	2,1	2,7
I alt	100,0	100,0

## Udenlandske Obligationsmarkeder KL

Kan investere i erhvervsobligationer, herunder obligationer med høj kreditrisiko (high yield), realkredit, samt statsobligationer fra lande med såvel lav som høj kreditrisiko. Andelen af hver obligationstype kan variere. Hovedparten af afdelingens investeringer valutaafdækkes. Afdelingen er aktivt styret.

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Afdelingen kan investere i alle obligationstyper uanset kreditvurdering og valuta. Afdelingen kan investere i erhvervsobligationer, herunder obligationer med lav kreditkvalitet, realkreditobligationer samt statsobligationer fra lande med såvel høj som lav kreditkvalitet. Afdelingen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle obligationstyper og valutaer. Afdelingen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet.

### Markedet

Årets første måneder var præget af rentefald og dermed solide obligationsafkast. Årsagen var frygten for en recession. For det første var væksten i USA ganske svag. En stærk USD og faldende oliepris havde stor negativ betydning for den amerikanske fremstillingssektor og oliesektor. Produktion, investeringer og erhvervstillid kom derfor under pres. For det andet var der usikkerhed omkring stabiliteten af kinesisk økonomi – en usikkerhed som allerede i andet halvår af 2015 havde vist sig: Ville de senere års massive gældoptagelse føre til et økonomisk kollaps? Endelig var der opstået bekymring omkring råvareproducerende lande i kølvandet på faldende råvarepriser. De finansielle markeder kvitterede med de største fald på aktiemarkedet siden Finanskrisen, og merrenten til statsobligationer på virksomhedsobligationer steg betragteligt. Investorer søgte derfor tilflugt i sikre statsobligationer, hvorfor obligationsrenter faldt markant.

Som følge af denne udvikling ændrede den amerikanske centralbank (Fed) retorik. Den globale økonomi og de finansielle markeder blev en vigtig faktor for centralbanken. Fed antydede derfor, at ændringer i pengepolitikken også vil afhænge af andre ting end den indenlandske amerikanske økonomi. Optimismen vendte derfor tilbage i de mere risikofyldte markeder. Med udsigten til meget få renteforhøjelser forblev obligationsrenter dog på et meget lavt niveau. Storbritanniens beslutning om at forlade EU bekræftede blot markedet i, at renteforhøjelser ikke lå lige om hjørnet.

Først da det overraskende udfald af det amerikanske præsidentvalg forelå, ændrede markedet holdning. Markedet forventede, at den kommende amerikanske regering ville understøtte væksten. På dette tidspunkt var væksten allerede på vej op. Denne kombination førte til, at investorer solgte obligationer: Dels af frygt for stigende inflation, dels fordi de forventede, at indtjeningsvæksten i virksomhederne ville stige og risikofyldte værdipapirer som aktier og virksomhedsobligationer ville give et højere afkast end statsobligationer.

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: December 2003

Risikoindikator (1-7): 3

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0016255193

Porteføljerrådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Varigheder

0-1 år	1,5%
1-3 år	10,5%
3-5 år	50,4%
5-10 år	35,9%
Over 10 år	0,8%
Øvrige inkl. likvide	0,9%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,84
Standardafvigelse	3,82

## Udenlandske Obligationsmarkeder KL

Resultatet for året blev da også ganske høje afkast for dele af markedet. Obligationer i udstedt lande i de nye markeder og amerikanske virksomhedsobligationer gav det højeste afkast efterfulgt af obligationer udstedt af europæiske virksomheder. Statsobligationer gav det laveste afkast.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et positivt afkast på 6,11 pct. Afdelingen har intet benchmark, da afdelingen følger en absolut orienteret investeringsstrategi, hvor målsætningen er at skabe positivt afkast, der er uafhængigt af markedsafkastet. Der anvendes et sammensat indeks, som indikation for et tilfredsstillende markedsafkast. Afdelingens afkast var tilfredsstillende set i forhold til konkurrenter og markedsafkast. Markedsafkastet var 7,43 pct. i samme periode. Afdelingen har mere end indfriet vores forventning om et lavt, men positivt afkast grundet positiv renteutvikling i forhold til vores forventninger og lavere merrente i forhold til sammenlignelige statsobligationer.

### Vurdering af resultatet

Med henblik på at begrænse afdelingens samlede risiko, skal som minimum halvdelen af afdelingen være investeret i obligationer udstedt af europæiske virksomheder med en høj kreditkvalitet eller statsobligationer udstedt af kernelande i EU. Vi valgte i løbet af året at holde andelen tæt på denne grænse, og at minimere allokeringen til statsobligationer. Med andre ord forventede vi, at mere risikofyldte obligationsmarkeder ville give et højere afkast. Vi mente, at det globale økonomiske vækstbillede og støtte fra centralbanker i højere grad ville understøtte disse obligationsmarkeder. I det meste af året var omkring en fjerdedel af afdelingens formue derfor investeret i obligationer udstedt af amerikanske og europæiske virksomheder med lavere kreditkvalitet. Andelen blev i andet halvår reduceret med henblik på at øge allokeringen til obligationer udstedt af lande fra de nye markeder. Andelen heraf udgjorde derfor i årets løb mellem 10 pct. og 30 pct. af afdelingens formue. Andelen blev øget i løbet af andet halvår. Afdelingens andel af mere risikofyldte obligationer bidrog positivt til afkastet, da disse obligationer gav et højere afkast end mindre risikofyldte obligationer som eksempelvis europæiske virksomheder med en høj kreditkvalitet eller statsobligationer.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Afdelingen er investeret i obligationer udstedt af europæiske og amerikanske virksomheder. Fornyet bekymring om en økonomisk krise eller forøget politisk turbulens i Europa vil derfor være negativt for afdelingens afkast. Højere end forventet inflation kan afstedkomme stigende obligationsrenter i USA, da Fed i så fald vil hæve den ledende rente mere end,

hvad der forventes i øjeblikket. Det vil være negativt for afdelingens afkast. En restriktiv amerikansk handelspolitik kan føre til en decideret handelskrig. Det vil være negativt for den del af afdelingen, der er investeret i obligationer udstedt af lande i de nye markeder. Et fornyet fald i råvarepriserne, herunder olieprisen, vil være negativt for råvareproducerende lande og virksomheder. En del af afdelingen består af obligationer udstedt af disse lande og virksomheder i disse lande, og den vil derfor blive negativt påvirket, hvis olieprisen falder igen. Endelig vil risici knyttet til den økonomiske og politiske udvikling i nøglelande som Kina, Brasilien, Mexico og Tyrkiet have stor betydning for afdelingens investering i obligationer udstedt af lande i de nye markeder.

### Forventninger til markedet samt strategi

I USA er arbejdsmarkedet præget af betydelig fremgang. Fed, vil derfor gradvist hæve den ledende rente i løbet af 2017. Den europæiske centralbank (ECB), forsøger derimod fortsat at stimulere den økonomiske vækst, og dermed inflationen som ligger langt under målsætningen. Det sker ved hjælp af pengepolitiske tiltag, herunder opkøb af obligationer. Solid vækst i den amerikanske økonomi samt Fed presser derfor det amerikanske renteniveau op. Markedet indregner dog allerede nu en række renteforhøjelser. ECB presser det europæiske renteniveau ned, men antyder, at opkøbsprogrammet vil blive nedroslet sidst på året. Støtten fra centralbankerne til de finansielle markeder vil derfor aftage. Samtidig vokser den politiske usikkerhed: Hvilken økonomisk og sikkerhedspolitik vil den nye amerikanske regering få gennemført? Vil valgene i kernelandene Tyskland og Frankrig føre til yderligere politisk usikkerhed i EU ovenpå afstemningerne i Storbritannien og Italien? På denne baggrund, forventer vi, at udsvingene på markederne vil svare til det vi så i 2016. Alt i alt vil markedsafkastene blive moderate. Ved starten af året fastholdes allokeringen til de mere risikofyldte obligationsmarkeder. For det første fordi der allerede er indregnet en del renteforhøjelser i USA. For det andet er den ganske pæne vækst i den amerikanske og europæiske økonomi gavnlige for indtjeningen i virksomhederne. For det tredje vil solid global vækst og moderat inflation i de nye markeder understøtte obligationer udstedt af lande i de nye markeder. Vi har tilrettelagt investeringsstrategien, så størstedelen af investeringerne er mindre følsomme overfor udsving i valutakurserne.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et lavt, men positivt afkast. Afkastet kan dog blive negativt, hvilket blandt andet afhænger af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Udenlandske Obligationsmarkeder KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	12.686	24.381	Likvide midler:		
2 Renteudgifter	130	99	Indestående i depotselskab	7.121	28.690
3 Udbytter	3.377	4.524	<b>I alt likvide midler</b>	<b>7.121</b>	<b>28.690</b>
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>15.933</b>	<b>28.806</b>	<b>Obligationer:</b>		
<b>4 Kursgevinster og -tab:</b>			Not. obl. fra danske udstedere	16.787	34.092
Obligationer	14.092	621	Not. obl. fra udl. udstedere	418.431	485.079
Kapitalandele	36.000	÷ 12.420	Unoterede obligationer	727	0
Afledte finansielle instr.	÷ 1.110	÷ 14.055	<b>I alt obligationer</b>	<b>435.946</b>	<b>519.170</b>
Valutakonti	248	÷ 5.858	<b>Kapitalandele:</b>		
5 Handelsomkostninger	÷ 242	÷ 199	Inv-beviser i andre danske		
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>48.987</b>	<b>÷ 31.910</b>	inv- og specialforeninger	379.032	423.466
<b>I alt indtægter</b>	<b>64.921</b>	<b>÷ 3.104</b>	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>379.032</b>	<b>423.466</b>
6 Administrationsomkostninger	9.462	11.395	<b>Afl. finansielle instr.:</b>		
<b>Resultat før skat</b>	<b>55.459</b>	<b>÷ 14.499</b>	Unot. afl. finansielle instr.	227	267
Skat	0	0	<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>227</b>	<b>267</b>
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>55.459</b>	<b>÷ 14.499</b>	<b>Andre aktiver:</b>		
<b>Resultatdisponering</b>			Tilghav. renter, udbytter m.m.	5.678	7.943
Foreslået udlodning	10.703	24.202	Mellemvær. vedr. handelsafv.	6	0
Overført til udlodning næste år	165	434	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>5.684</b>	<b>7.943</b>
7 Disponeret i alt vedr. udlodning	10.868	24.636	<b>Aktiver i alt</b>	<b>828.010</b>	<b>979.537</b>
Overført til formuen	44.591	÷ 39.135	<b>Passiver</b>		
<b>I alt disponeret</b>	<b>55.459</b>	<b>÷ 14.499</b>	8 Investorerens formue	826.936	977.946
			<b>Afledte finansielle instrumenter:</b>		
			Unot. afl. finansielle instr.	5	592
			<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>5</b>	<b>592</b>
			<b>Anden gæld:</b>		
			Skyldige omkostninger	67	32
			Mellemvær. vedr. handelsafv.	1.001	967
			<b>I alt anden gæld</b>	<b>1.068</b>	<b>999</b>
			<b>Passiver i alt</b>	<b>828.010</b>	<b>979.537</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	15,81	3,12	5,35	÷ 1,55	6,11
Sharpe Ratio	1,34	1,08	2,15	0,64	0,84
Indre værdi (DKK pr. andel)	106,37	104,62	104,17	96,98	100,44
Nettoresultat (t.DKK)	289.897	53.438	70.372	÷ 14.499	55.459
Udbytte (DKK pr. andel)	5,00	5,90	5,80	2,40	1,30
Administrationsomkostninger (pct.)	1,04	1,03	1,05	1,04	1,04
ÅOP	1,32	1,30	1,30	1,17	1,18
Omsætningshastighed (antal gange)	0,34	0,18	0,83	0,42	0,55
Investorerens formue (t.DKK)	1.977.053	1.468.938	1.169.786	977.946	826.936
Antal andele	18.586.785	14.040.438	11.229.606	10.084.359	8.232.739
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100



## Udenlandske Obligationsmarkeder KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	1	0
Noterede obligationer fra danske udstedere	505	806
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	12.166	23.575
Unoterede obligationer	1	0
Andre renteindtægter	13	0
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>12.686</b>	<b>24.381</b>

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	130	99
<b>I alt renteudgifter</b>	<b>130</b>	<b>99</b>

Note 3: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Inv-beviser i andre danske inv- og specialforeninger	3.377	4.524
<b>I alt udbytter</b>	<b>3.377</b>	<b>4.524</b>

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede obligationer fra danske udstedere	632	+551
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	13.458	1.172
Unoterede obligationer	1	0
Inv-beviser i danske inv- og specialforeninger	36.000	+12.420
Terminforretninger/futures m.m.	1.542	+15.113
Renteforretninger	+2.652	1.058
Valutakonti	248	+5.858
Handelsomkostninger	+242	+199
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>48.987</b>	<b>+31.910</b>

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	+288	+233
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	45	34
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>+242</b>	<b>+199</b>

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	0	0
Managementhonorar	8.188	0	9.861	0
Fast administrationshonorar	1.274	0	1.534	0
<b>I alt opdeltede adm.omk.</b>	<b>9.462</b>	<b>0</b>	<b>11.395</b>	<b>0</b>
<b>I alt adm.omkostninger</b>	<b>9.462</b>		<b>11.395</b>	

I administrationsomkostningerne indgår t.DKK 4.529 fra "Kursregulering af investeringsbeviser".

Note 7: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK 2016	2015	
Renter og udbytter	15.933	28.806
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	0	99
Kursgevinst til udlodning	250	4.112
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	+1.326	+2.737
Udlodning overført fra sidste år	434	924
<b>Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger</b>	<b>15.291</b>	<b>31.204</b>
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	9.462	11.395
Overført fra Kursregulering af investeringsbeviser	4.529	4.295
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	510	532
<b>I alt til rådighed for udlodning, netto</b>	<b>10.868</b>	<b>24.636</b>

Note 8: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerens formue primo	10.084.359	977.946	11.229.606	1.169.786
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		+24.202		+65.132
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		954		+32
Emissioner i året	143.039	14.496	384.023	40.272
Indløsninger i året	+1.994.659	+198.516	+1.529.270	+153.087
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		800		638
Foreslået udlodning		10.703		24.202
Overførsel af periodens resultat		44.591		+39.135
Overført til udlodning næste år		165		434
<b>I alt investorerens formue</b>	<b>8.232.739</b>	<b>826.936</b>	<b>10.084.359</b>	<b>977.946</b>

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,5	96,4
Øvrige finansielle instrumenter	0,1	0,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>98,6</b>	<b>96,4</b>
Øvrige aktiver og passiver	1,4	3,6
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

### Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi 2016	Markedsværdi 2015
2,75 DANSKE BANK FRN 19/5-2014/2026	2.292	3.005
0,75 DANSKE BANK A/S 4/5-2015/2020	0	1.125
4,375 DANICA PENSION FRN PERP/CALL	1.578	3.679
0,75 DANSKE BANK A/S 02/06-2016/2023	3.748	0
<b>I alt</b>	<b>7.618</b>	<b>7.809</b>

### Underliggende eksponering ved valuta-terminsforretninger i 1.000 DKK

Valuta	Eksponering 2016
DKK	438.427
EUR	+438.009
USD	+240

### Underliggende eksponering ved futures i 1.000 DKK

Solgte rentefutures, underliggende eksponering	23.659
Købte rentefutures, underliggende eksponering	24.868

### Netto position af sikkerheder i 1.000 DKK

Sikkerheder vedr. afledte finansielle instrumenter opgjort netto

Sikkerhed i form af:	
Likvide midler	394
<b>I alt sikkerhed</b>	<b>394</b>

Danske Bank er modpart ved de afledte finansielle instrumenter.

## USA KL

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

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Da afdelingen investerer i amerikanske eller canadiske aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til amerikanske og canadiske aktier. Afdelingen afdækker ikke valuta-risici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

Der var stigninger i 9 ud af 11 sektorer i benchmark. Det største bidrag i benchmark kom fra energi, efterfulgt af telekommunikation og finans. Fast ejendom, som blev udskilt af finans pr. 31. august 2016, var sammen med sundhedspleje de eneste to sektorer i indekset, der gav et negativt afkast i perioden. Den traditionelt defensive konsumentvaresektor holdede ligeledes efter de øvrige sektorer. I 2016 klarede

value-aktierne sig bedre end vækstaktierne. Dette står i kontrast til tendensen fra de senere år og var positivt for afdelingens strategi, som går ud på at identificere undervurderede markedsledere. Markedsvolatiliteten var i 2016 drevet af makroøkonomiske forhold såsom geopolitisk usikkerhed, fortsat lave oliepriser, centralbankernes kvantitative lempelser og nul- eller negative renter samt disse faktorers samlede indvirkning på den økonomiske vækst.

I starten af året reducerede investorerne deres risikoeksponering, idet de undgik de mere cykliske sektorer. I takt med at optimismen steg, oplevede de mere risikobetonede aktier kursstigninger, hvorefter der fulgte et fald i de mere rentefølsomme og defensive aktier. Juni måneds Brexit-afstemning udløste først panik og dernæst fornyet optimisme med hensyn til det amerikanske marked. Trumps lige så overraskende valgsejr i november udløste kraftige kursstigninger på aktiemarkedet, hvor de finansielle aktier førte an, mens IT-aktierne lå i den anden ende af tabellen.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 17,07 pct., mens benchmark steg med 13,8 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en fortsat lempelig pengepolitik og stærke forventninger til den nyvalgte præsident.

### Vurdering af resultatet

Afdelingens merperformance kan henføres til såvel aktiesektorvalg. Aktievalget inden for sundhedspleje, industri og energi bidrog positivt til resultatet. Positionen i Bank of America gav det største relative bidrag til afdelingens afkast. Aktievalget inden for konsumentvarer, IT og finans trak ned i det relative afkast. Overvægten i henholdsvis den amerikanske bank Wells Fargo og medicinalvirksomheden Bristol-Meyers bidrog ligeledes negativt til det relative afkast.

På sektorniveau var overvægten inden for finans og undervægten inden for konsumentvarer de største bidragsydere til afkastet. Undervægten inden for IT og overvægten inden for

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: November 1999

Risikoindikator (1-7): 5

Benchmark: MSCI USA inkl. nettoudbytter

Fondskode: DK0010257757

Porteføljegrådgiver: Wellington Management Co.

### Branchefordeling

Finans	24,9%
Informationsteknologi	15,9%
Sundhedspleje	13,0%
Industri	10,0%
Energi	9,3%
Øvrige inkl. likvide	26,9%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	1,29
Standardafvigelse	12,04
Tracking error	2,22
Information Ratio	-0,51
Sharpe Ratio (benchm.)	1,36
Standardafvigelse (benchm.)	12,14
Active share	64,13

## USA KL

sundhedspleje havde en moderat negativ effekt på det relative afkast, men resultatet af vores sektorvalg var generelt positiv.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Den væsentligste begivenhed i 2016 var, at udsigterne for erhvervslivet blev forbedret med det overraskende resultat af det amerikanske præsidentvalg. Investorerne forventer mindre bureaukrati, lavere skatter og et generelt forbedret erhvervsklima, som dog i nogen grad opvejes af bekymringer om protektionisme. Med valgresultatet er fulgt usikkerhed om, hvilken politik Trump vil føre, og hvor meget renterne vil stige. Samlet set er udsigterne for den amerikanske økonomi forbedret som følge af valgresultatet.

Vi vurderer, at porteføljen med sin defensive eksponering til fordel for attraktivt prisfastsatte udbyttebetalende aktier er godt rustet til den periode med forhøjet volatilitet, som vi forventer ligger forude. Vi forudser, at USA's nye regering vil være nødsaget til at fokusere på nøje udvalgte tiltag. Topprioriteterne synes at være 1) skattereformer, 2) infrastrukturinvesteringer, 3) bekæmpelse af terrorisme, 4) ophævelse af Affordable Care Act (Obamacare) og 5) bevarelse af amerikanske arbejdspladser. Mindre offentlig regulering og vækstfremmende tiltag står også højt på dagsordenen.

### Forventninger til markedet samt strategi

Væksten i den globale økonomi er positiv drevet af en solid økonomisk udvikling i de udviklede økonomier samtidigt med, at den økonomiske vækst i emerging markets er stabiliseret. Der er fortsat stor variation i vækstudviklingen imellem de forskellige økonomiske regioner. I USA forventes en stærk vækst at resultere i en stramning af pengepolitikken i 2017. Kombineret med en relativ høj prisfastsættelse kan det lægge en dæmper på udviklingen på aktiemarkedet. I Europa vil vi fortsat opleve meget lempelige finansielle vilkår. Dette vil understøtte investerings- og forbrugslysten, samtidigt med at en fortsat svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar vil være understøttende for den økonomiske vækst og dermed skabe et fornuftigt indtjeningspotentiale kombineret med en attraktiv prisfastsættelse. I 2017 forventer vi en moderat positiv udvikling på aktiemarkederne, men også markeder der vil være præget af både stigende og faldende risikoappetit drevet af økonomiske og politiske nyheder globalt.

Afdelingens fokus på områder der har oplevet faldende investeringsaktivitet er kommet afdelingen til gavn ved det seneste skifte i marked. Vi vurderede, at der var begrænset risiko for tab forbundet med afdelingens positionering og undervurderede muligvis potentialet for kursstigninger. Forholdet mellem afkast og risiko har været særdeles positivt,

hvilket den seneste tid har medført opløftende resultater. Vi vil fortsat være påpasselige over for prisfastsættelsen, da vi er bekymrede for at kurserne hurtigt kan ændre sig på dette tidlige tidspunkt i processen.

Sektormæssigt var afdelingens største overvægt ved årets udgang inden for finans, forsyningsselskaber og energi, hvor vi fortsat ser den mest attraktive prisfastsættelse og afkast muligheder. Afdelingens største undervægt var inden for IT og konsumentvarer, som fortsat er domineret af aktier, som vi vurderer har begrænset kurspotentiale og således indebærer større risiko for kursfald.

Det forventes, at mange af ændringerne vil gavne de finansielle aktier. Aktiemarkedet har hurtigt identificeret de selskaber og sektorer der vil nyde godt af disse udsigter, hvilket har betydet kursstigninger for finans- og industriaktier, mens rentefølsomme selskaber som forsynings- og ejendomsselskaber er faldet ved udsigten til stigende renter.

Energipriserne synes at have nået et nyt niveau. Det betydelige fald i investeringsaktiviteten inden for olieindustrien har lagt en bund under olieprisen, ligesom de seneste udmeldinger fra OPEC om planlagte produktionsbegrænsninger tilsvarende peger mod stigende priser. Da omkostningerne er faldet, forventer vi dog ikke væsentlige prisstigninger. Salget af elbiler kan medføre øget substitution af olie og lægge fornyet pres på oliepriserne. Dette vil sandsynligvis give forstyrrelser over de kommende ti år, og vi vil holde nøje øje med udviklingen.

I afdelingen fastholdes en neutral eksponering mod sundhedspleje, og det er endnu usikkert, hvordan det amerikanske valgresultat vil påvirke sektoren. Aktier inden for sundhedspleje vil blive påvirket af en eventuel ophævelse af Obamacare, men på forskellig vis. Generiske lægemidler forventes at lide de største kurstab, mens mærkevarermedicin og de mest innovative selskaber ikke forventes at blive nævneværdigt berørt. Vi forventer, at en eventuel betydelig negativ indvirkning vil til dels blive opvejet af reduceret regulering.

Sektormæssigt er afdelingen mest undervægtet inden for IT, hvor software & serviceydelser er undervægtet. En øget protektionisme kan påvirke sektoren negativt. Vi er fortsat på udkig efter selskaber med undervurderet stabilitet og selskaber, som kan vækste på baggrund af innovation og grundlæggende brancheforhold. Mange IT-selskaber har attraktive forretninger, men vi har svært ved at finde investeringer med overbevisende eller forbedrede grundlæggende forhold, som samtidig er undervurderede og har begrænset nedadgående kurspotentiale.

## USA KL

Afdelingen er også undervægtet i forbrugsgoder, hvor der skal ske en fremgang inden for de forbrugsrelaterede nøgletal, før eksponering i nævneværdig grad øges. Forbrugernøgletallene har været gode, men beskæftigelsen er tæt på historisk høj, energipriserne er fortsat lave, og renterne forventes – ligesom inflationen – at stige. Inden for forbrugsgoder er afdelingen mest undervægtet inden for detailsalg, hvor vi fortsat ser langsigtede udfordringer, som vil lægge generelt pres på indtjeningsvæksten.

Der søges løbende efter nye investeringsideer, der passer med proces og filosofi. Vi prioriterer selskaber med tilbagevendende udbyttebetalinger, førende aktiviteter i underkapitaliserede brancher, og som er markedsførende og har et anerkendt brand. Vi er på udkig efter selskaber, som har disse kvaliteter, uanset sektor.

Fokus i afdelingen er fortsat på vigtigheden af udbytte, positiv kapitalstyring og anerkendte brands. Det vurderes, at afdelingen har en solid portefølje af undervurderede markedsførende selskaber, aktier i brancher med stadigt bedre udbudsefterspørgselsbalance og solide selskaber, som midlertidigt er blevet mindre attraktive.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## USA KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	218	5	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	233	200	Indestående i depotselskab	118.091	85.470
3 Udbytter	103.475	107.316	<b>I alt likvide midler</b>	<b>118.091</b>	<b>85.470</b>
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>103.460</b>	<b>107.120</b>	<b>Kapitalandele:</b>		
4 <b>Kursgevinster og -tab:</b>			Not. aktier fra udl. selskaber	4.811.034	3.800.763
Kapitalandele	647.460	430.809	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>4.811.034</b>	<b>3.800.763</b>
Valutakonti	5.361	16.038	<b>Andre aktiver:</b>		
Øvrige aktiver/passiver	397	74	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	5.983	5.228
5 Handelsomkostninger	÷307	÷765	Mellemvær. vedr. handelsafv.	632	1.461
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>652.912</b>	<b>446.157</b>	Aktuelle skatteaktiver	1.395	1.955
<b>I alt indtægter</b>	<b>756.372</b>	<b>553.277</b>	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>8.010</b>	<b>8.645</b>
6 Administrationsomkostninger	57.996	61.508	<b>Aktiver i alt</b>	<b>4.937.135</b>	<b>3.894.878</b>
<b>Resultat før skat</b>	<b>698.376</b>	<b>491.769</b>	<b>Passiver</b>		
7 Skat	14.047	14.907	9 <b>Investorerers formue</b>	<b>4.894.532</b>	<b>3.894.586</b>
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>684.329</b>	<b>476.861</b>	<b>Anden gæld:</b>		
<b>Resultatdisponering</b>			Skyldige omkostninger	1.211	292
Foreslået udlodning	765.444	833.101	Mellemvær. vedr. handelsafv.	41.392	0
Overført til udlodning næste år	2.452	1.674	<b>I alt anden gæld</b>	<b>42.603</b>	<b>292</b>
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	767.895	834.776	<b>Passiver i alt</b>	<b>4.937.135</b>	<b>3.894.878</b>
Overført til formuen	÷83.566	÷357.914			
<b>I alt disponeret</b>	<b>684.329</b>	<b>476.861</b>			

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	11,22	24,26	25,82	8,07	17,07
Benchmarkafkast (pct.)	14,00	26,09	28,09	12,40	13,80
Sharpe Ratio	1,09	1,26	2,67	1,52	1,29
Indre værdi (DKK pr. andel)	69,85	86,80	109,21	114,07	104,87
Nettoresultat (t.DKK)	310.104	939.632	1.120.252	476.861	684.329
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	0,00	4,20	24,40	16,40
Administrationsomkostninger (pct.)	1,31	1,43	1,39	1,42	1,45
ÅOP	1,58	1,70	1,66	1,51	1,50
Omsætningshastighed (antal gange)	0,17	0,33	0,22	0,13	0,26
Investorerers formue (t.DKK)	3.542.394	4.572.834	5.288.171	3.894.586	4.894.532
Antal andele	50.712.479	52.683.318	48.423.537	34.143.499	46.673.385
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

## USA KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

#### Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK

	2016	2015
Indestående i depotselskab	218	5
I alt renteindtægter	218	5

#### Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK

	2016	2015
Andre renteudgifter	233	200
I alt renteudgifter	233	200

#### Note 3: Udbytter i 1.000 DKK

	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	103.475	107.316
I alt udbytter	103.475	107.316

#### Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK

	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	647.460	430.809
Valutakonti	5.361	16.038
Øvrige aktiver/passiver	397	74
Handelsomkostninger	÷ 307	÷ 765
I alt kursgevinster og -tab	652.912	446.157

#### Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK

	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷ 2.504	÷ 1.982
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	2.197	1.217
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷ 307	÷ 765

#### Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK

	2016		2015	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	0	0	2	0
Managementhonorar	52.396	0	55.431	0
Fast administrationshonorar	5.600	0	6.076	0
I alt opdelt adm.omk.	57.996	0	61.508	0
I alt adm.omkostninger		57.996		61.508

#### Note 7: Skat i 1.000 DKK

	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	14.047	14.907
I alt skat	14.047	14.907

#### Note 8: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK 2016 2015

Renter og udbytter	103.460	107.120
Ikke refunderbar udbytteskat	÷ 14.047	÷ 14.907
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	260	+586
Kursgevinst til udlodning	600.003	909.346
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	143.060	÷ 112.625
Udlodning overført fra sidste år	1.674	2.266
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	834.412	890.615
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	57.996	61.508
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	÷ 8.521	5.670
I alt til rådighed for udlodning, netto	767.895	834.776

#### Note 9: Investorers formue 2016 2015

	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorers formue primo	34.143.499	3.894.586	48.423.537	5.288.171
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		+833.101		+203.379
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		+97.755		51.106
Emissioner i året	32.164.512	3.098.182	2.601.683	289.870
Indløsninger i året	÷ 19.634.626	÷ 1.854.493	÷ 16.881.721	÷ 2.011.022
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		2.784		2.978
Foreslået udlodning		765.444		833.101
Overførsel af periodens resultat		+83.566		+357.914
Overført til udlodning næste år		2.452		1.674
I alt investorernes formue	46.673.385	4.894.532	34.143.499	3.894.586

### Supplerende noter

	2016	2015
Finansielle instrumenter i pct.		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,3	97,6
I alt finansielle instrumenter	98,3	97,6
Øvrige aktiver og passiver	1,7	2,4
I alt	100,0	100,0

## *USA – Akkumulerende KL*

Investerer i amerikanske eller canadiske aktier.  
Afdelingen er aktivt styret.

Afdelingen udbydes i fire andelsklasser:

- USA, klass SEK
- USA, klasse NOK
- USA, klasse NOK W
- USA – Akkumulerende, klasse DKK h

Afdelingens ledelsesberetning og det samlede regnskab omfattende resultat af investeringer m.m., som foretages fælles for klasserne, samt resultat af klassernes egne valuta-afdækninger og omkostninger findes på de følgende sider:

Noter for de enkelte klasser findes også på de følgende sider:

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

## USA – Akkumulerende KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	314	65	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	3	10	Indestående i depotselskab	56.358	128.020
3 Udbytter	101.259	99.787	<b>I alt likvide midler</b>	<b>56.358</b>	<b>128.020</b>
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>101.571</b>	<b>99.841</b>	<b>Kapitalandele:</b>		
4 <b>Kursgevinster og -tab:</b>			Not. aktier fra udl. selskaber	3.949.262	3.618.817
Kapitalandele	605.269	300.323	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>3.949.262</b>	<b>3.618.817</b>
Afledte finansielle instr.	÷ 39.628	÷ 108.883	<b>Afl. finansielle instr.:</b>		
Valutakonti	÷ 9.778	÷ 45.478	Unot. afl. finansielle instr.	36	25.947
Øvrige aktiver/passiver	÷ 127	10	<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>36</b>	<b>25.947</b>
5 Handelsomkostninger	÷ 1.480	÷ 1.271	<b>Andre aktiver:</b>		
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>554.255</b>	<b>144.701</b>	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	5.002	4.940
<b>I alt indtægter</b>	<b>655.826</b>	<b>244.542</b>	Mellemvær. vedr. handelsafv.	1.249	352
6 Administrationsomkostninger	57.408	58.958	Aktuelle skatteaktiver	1.309	1.545
<b>Resultat før skat</b>	<b>598.418</b>	<b>185.584</b>	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>7.560</b>	<b>6.836</b>
7 Skat	13.801	13.847	<b>Aktiver i alt</b>	<b>4.013.216</b>	<b>3.779.620</b>
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>584.617</b>	<b>171.738</b>	<b>Passiver</b>		
<b>Resultatdisponering</b>			8 Investorers formue	3.988.985	3.778.958
Overført til formuen	584.617	171.738	<b>Afledte finansielle instrumenter:</b>		
<b>I alt disponeret</b>	<b>584.617</b>	<b>171.738</b>	Unot. afl. finansielle instr.	23.206	0
			<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>23.206</b>	<b>0</b>
			<b>Anden gæld:</b>		
			Skyldige omkostninger	984	348
			Mellemvær. vedr. handelsafv.	41	314
			<b>I alt anden gæld</b>	<b>1.025</b>	<b>662</b>
			<b>Passiver i alt</b>	<b>4.013.216</b>	<b>3.779.620</b>

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Nettoresultat (t.DKK)	181.792	574.767	659.548	171.738	584.617
Omsætningshastighed (antal gange)	0,23	0,28	0,00	0,17	0,21
Investorerers formue (t.DKK)	2.100.977	3.054.687	4.149.377	3.778.958	3.988.985



## USA – Akkumulerende KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	314	22
Andre renteindtægter	0	43
I alt renteindtægter	314	65

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	3	10
I alt renteudgifter	3	10

Note 3: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	101.259	99.787
I alt udbytter	101.259	99.787

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	605.269	300.323
Terminforretninger/futures m.m.	÷ 39.628	÷ 108.883
Valutakonti	÷ 9.778	÷ 45.478
Øvrige aktiver/passiver	÷ 127	10
Handelsomkostninger	÷ 1.480	÷ 1.271
I alt kursgevinster og -tab	554.255	144.701

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷ 1.891	÷ 1.728
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	411	457
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷ 1.480	÷ 1.271

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	1	0	1	0
Managementhonorar	49.294	0	50.685	0
Fast administrationshonorar	8.113	0	8.272	0
I alt opdelte adm.omk.	57.408	0	58.958	0
I alt adm.omkostninger		57.408		58.958

Note 7: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	13.801	13.847
I alt skat	13.801	13.847

Note 8: Investorers formue	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi	Antal andele	Formueværdi
	i 1.000 DKK		i 1.000 DKK	
Investorers formue primo		3.778.958		4.149.377
Emissioner i året		664.737		461.925
Indløsninger i året		÷ 1.041.445		÷ 1.006.434
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		2.118		2.352
Overførsel af periodens resultat		584.617		171.738
I alt investorenes formue		3.988.985		3.778.958

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,0	95,8
Øvrige finansielle instrumenter	÷ 0,6	0,7
I alt finansielle instrumenter	98,4	96,4
Øvrige aktiver og passiver	1,6	3,6
I alt	100,0	100,0

## USA, klass SEK

### Andelsklasse under USA – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

#### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Da andelsklassen investerer i amerikanske eller canadiske aktier, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til amerikanske og canadiske aktier. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

#### Markedet

Der var stigninger i 9 ud af 11 sektorer i benchmark. Det største bidrag i benchmark kom fra energi, efterfulgt af telekommunikation og finans. Fast ejendom, som blev udskilt af finans pr. 31. august 2016, var sammen med sundhedspleje de eneste to sektorer i indekset, der gav et negativt afkast i perioden. Den traditionelt defensive konsumentvaresektor holdede ligeledes efter de øvrige sektorer. I 2016 klarede value-aktierne sig bedre end vækstaktierne. Dette står i kontrast til tendensen fra de senere år og var positivt for afdelingens strategi, som går ud på at identificere undervurderede markedsledere. Markedsvolatiliteten var i 2016 drevet af makroøkonomiske forhold såsom geopolitisk usikkerhed,

fortsat lave oliepriser, centralbankernes kvantitative lempelser og nul- eller negative renter samt disse faktorerers samlede indvirkning på den økonomiske vækst.

I starten af året reducerede investorerne deres risikoeksponering, idet de undgik de mere cykliske sektorer. I takt med at optimismen steg, oplevede de mere risikobetonede aktier kursstigninger, hvorefter der fulgte et fald i de mere rentefølsomme og defensive aktier. Juni måneds Brexit-afstemning udløste først panik og dernæst fornyet optimisme med hensyn til det amerikanske marked. Trumps lige så overraskende valgsejr i november udløste kraftige kursstigninger på aktiemarkedet, hvor de finansielle aktier førte an, mens IT-aktierne lå i den anden ende af tabellen.

#### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et afkast på 22,87 pct. målt i SEK, mens benchmark steg med 19,50 pct. målt i SEK. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en fortsat lempelig pengepolitik og stærke forventninger til den nyvalgte præsident.

#### Vurdering af resultatet

Andelsklassens merperformance kan henføres til såvel aktiesektorvalg. Aktievalget inden for sundhedspleje, industri og energi bidrog positivt til resultatet. Positionen i Bank of America gav det største relative bidrag til andelsklassens afkast. Aktievalget inden for konsumentvarer, IT og finans trak ned i det relative afkast. Overvægten i henholdsvis den amerikanske bank Wells Fargo og medicinalvirksomheden Bristol-Meyers bidrog ligeledes negativt til det relative afkast.

På sektorniveau var overvægten inden for finans og undervægten inden for konsumentvarer de største bidragsydere til afkastet. Undervægten inden for IT og overvægten inden for sundhedspleje havde en moderat negativ effekt på det relative afkast, men resultatet af sektorvalget var generelt positivt.

#### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: August 2010
Risikoindikator (1-7): 5
Benchmark: MSCI USA inkl. nettoudbytte omregnet til SEK
Fondskode: DK0060485795
Porteføljeradgiver: Wellington Management Co.

#### Branchefordeling

Finans	25,2%
Informationsteknologi	16,0%
Sundhedspleje	13,1%
Industri	10,1%
Energi	9,4%
Øvrige inkl. likvide	26,2%

#### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	1,46
Standardafvigelse	12,47
Tracking error	2,23
Information Ratio	-0,42
Sharpe Ratio (benchm.)	1,52
Standardafvigelse (benchm.)	12,52
Active share	64,10

## USA, klass SEK

Andelsklasse under USA – Akkumulerende KL

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Den væsentligste begivenhed i 2016 var, at udsigterne for erhvervslivet blev forbedret med det overraskende resultat af det amerikanske præsidentvalg. Investorerne forventer mindre bureaukrati, lavere skatter og et generelt forbedret erhvervsklima, som dog i nogen grad opvejes af bekymringer om protektionisme. Med valgresultatet er fulgt usikkerhed om, hvilken politik Trump vil føre, og hvor meget renterne vil stige. Samlet set er udsigterne for den amerikanske økonomi forbedret som følge af valgresultatet.

Vi vurderer, at porteføljen med sin defensive eksponering til fordel for attraktivt prisfastsatte udbyttebetalende aktier er godt rustet til den periode med forhøjet volatilitet, som vi forventer ligger forude. Vi forudser, at USA's nye regering vil være nødsaget til at fokusere på nøje udvalgte tiltag. Topprioriteterne synes at være 1) skattereformer, 2) infrastrukturinvesteringer, 3) bekæmpelse af terrorisme, 4) ophævelse af Affordable Care Act (Obamacare) og 5) bevarelse af amerikanske arbejdspladser. Mindre offentlig regulering og vækstfremmende tiltag står også højt på dagsordenen.

### Forventninger til markedet samt strategi

Væksten i den globale økonomi er positiv drevet af en solid økonomisk udvikling i de udviklede økonomier samt med, at den økonomiske vækst i emerging markets er stabiliseret. Der er fortsat stor variation i vækstudviklingen imellem de forskellige økonomiske regioner. I USA forventes en stærk vækst at resultere i en stramning af pengepolitikken i 2017. Kombineret med en relativ høj prisfastsættelse kan det lægge en dæmper på udviklingen på aktiemarkedet. I Europa vil vi fortsat opleve meget lempelige finansielle vilkår. Dette vil understøtte investerings- og forbrugslysten, samt med at en fortsat svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar vil være understøttende for den økonomiske vækst og dermed skabe et fornuftigt indtjeningspotentiale kombineret med en attraktiv prisfastsættelse. I 2017 forventer vi en moderat positiv udvikling på aktiemarkederne, men også markeder der vil være præget af både stigende og faldende risikoappetit drevet af økonomiske og politiske nyheder globalt.

Andelsklassens fokus på områder der har oplevet faldende investeringsaktivitet er kommet andelsklassen til gavn ved det seneste skifte i marked. Vi vurderede, at der var begrænset risiko for tab forbundet med andelsklassens positionering og undervurderede muligvis potentialet for kursstigninger. Forholdet mellem afkast og risiko har været særdeles positivt, hvilket den seneste tid har medført opløftende resultater. Vi vil fortsat være påpasselige over for prisfastsættelsen, da vi er bekymrede for at kurserne hurtigt kan ændre sig på dette tidlige tidspunkt i processen.

Sektormæssigt var andelsklassens største overvægt ved årets udgang inden for finans, forsyningselskaber og energi, hvor vi fortsat ser den mest attraktive prisfastsættelse og afkast muligheder. Andelsklassens største undervægt var

inden for IT og konsumentvarer, som fortsat er domineret af aktier, som vi vurderer har begrænset kurspotentiale og således indebærer større risiko for kursfald.

Det forventes, at mange af ændringerne vil gavne de finansielle aktier. Aktiemarkedet har hurtigt identificeret de selskaber og sektorer der vil nyde godt af disse udsigter, hvilket har betydet kursstigninger for finans- og industriaktier, mens rentefølsomme selskaber som forsynings- og ejendomsselskaber er faldet ved udsigten til stigende renter.

Energipriserne synes at have nået et nyt niveau. Det betydelige fald i investeringsaktiviteten inden for olieindustrien har lagt en bund under olieprisen, ligesom de seneste udmeldinger fra OPEC om planlagte produktionsbegrænsninger tilsvarende peger mod stigende priser. Da omkostningerne er faldet, forventer vi dog ikke væsentlige prisstigninger. Salget af elbiler kan medføre øget substitution af olie og lægge fornyet pres på oliepriserne. Dette vil sandsynligvis give forstyrrelser over de kommende ti år, og vi vil holde nøje øje med udviklingen.

I andelsklassen fastholdes en neutral eksponering mod sundhedspleje, og det er endnu usikkert, hvordan det amerikanske valgresultat vil påvirke sektoren. Aktier inden for sundhedspleje vil blive påvirket af en eventuel ophævelse af Obamacare, men på forskellig vis. Generiske lægemidler forventes at lide de største kurstab, mens mærkevarermedicin og de mest innovative selskaber ikke forventes at blive nævneværdigt berørt. Vi forventer, at en eventuel betydelig negativ indvirkning vil til dels blive opvejet af reduceret regulering.

Sektormæssigt er andelsklassen mest undervægtet inden for IT, hvor software & serviceydelser er undervægtet. En øget protektionisme kan påvirke sektoren negativt. Vi er fortsat på udkig efter selskaber med undervurderet stabilitet og selskaber, som kan vokse på baggrund af innovation og grundlæggende brancheforhold. Mange IT-selskaber har attraktive forretninger, men vi har svært ved at finde investeringer med overbevisende eller forbedrede grundlæggende forhold, som samtidig er undervurderede og har begrænset nedadgående kurspotentiale.

Andelsklassen er også undervægtet i forbrugsgoder, hvor der skal ske en fremgang inden for de forbrugsrelaterede nøgletal, før eksponering i nævneværdig grad øges. Forbrugernøgletallene har været gode, men beskæftigelsen er tæt på historisk høj, energipriserne er fortsat lave, og renterne forventes – ligesom inflationen – at stige. Inden for forbrugsgoder er andelsklassen mest undervægtet inden for detailsalg, hvor vi fortsat ser langsigtede udfordringer, som vil lægge generelt pres på indtjeningsvæksten.

Der søges løbende efter nye investeringsideer, der passer med proces og filosofi. Vi prioriterer selskaber med tilbagevendende udbyttebetalinger, førende aktiviteter i underka-

## *USA, klass SEK*

### Andelsklasse under USA – Akkumulerende KL

pitaliserede brancher, og som er markedsførende og har et anerkendt brand. Vi er på udkig efter selskaber, som har disse kvaliteter, uanset sektor:

Fokus i andelsklassen er fortsat på vigtigheden af udbytte, positiv kapitalstyring og anerkendte brands. Det vurderes, at andelsklassen har en solid portefølje af undervurderede markedsførende selskaber, aktier i brancher med stadigt bedre udbuds- efterspørgselsbalance og solide selskaber, som midlertidigt er blevet mindre attraktive.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## USA, klass SEK

Andelsklasse under USA – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast i SEK (pct.)	6,13	28,17	35,37	4,53	22,87
Benchmarkafkast i SEK (pct.)	9,45	30,11	37,36	8,43	19,50
Sharpe Ratio i SEK	-	1,16	2,84	1,61	1,46
Indre værdi (DKK pr. andel)	113,65	145,67	197,19	206,13	253,26
Nettoreultat (t.DKK)	60.287	261.980	304.262	121.298	169.204
Administrationsomkostninger (pct.)	1,50	1,53	1,49	1,49	1,49
Investorers formue (t.DKK)	958.009	1.617.033	1.547.815	1.323.822	1.120.318
Antal andele	9.690.531	13.168.874	9.985.096	7.881.434	5.700.485
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015
Andel af resultat af fællesporteføljen	186.601	143.609
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	17.397	22.311
<b>Klassens resultat</b>	<b>169.204</b>	<b>121.298</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorers formue primo	1.323.822	1.547.815
Emissioner i året	31.285	31.369
Indløsninger i året	+404.541	+377.345
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	548	685
Overførsel af periodens resultat	169.204	121.298
<b>Investorers formue ultimo</b>	<b>1.120.318</b>	<b>1.323.822</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	7.881.434	9.985.096
Emissioner i året	173.458	190.369
Indløsninger i året	+2.354.407	+2.294.030
<b>Andele ultimo året</b>	<b>5.700.485</b>	<b>7.881.434</b>

## USA, klasse NOK

### Andelsklasse under USA – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på danskeinvest.dk.

#### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Da andelsklassen investerer i amerikanske eller canadiske aktier, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til amerikanske og canadiske aktier. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

#### Markedet

Der var stigninger i 9 ud af 11 sektorer i benchmark. Det største bidrag i benchmark kom fra energi, efterfulgt af telekommunikation og finans. Fast ejendom, som blev udskilt af finans pr. 31. august 2016, var sammen med sundhedspleje de eneste to sektorer i indekset, der gav et negativt afkast i perioden. Den traditionelt defensive konsumentvaresektor holdede ligeledes efter de øvrige sektorer. I 2016 klarede value-aktierne sig bedre end vækstaktierne. Dette står i kontrast til tendensen fra de senere år og var positivt for afdelingens strategi, som går ud på at identificere undervurderede markedsledere. Markedsvolatiliteten var i 2016 drevet af makroøkonomiske forhold såsom geopolitisk usikkerhed,

fortsat lave oliepriser, centralbankernes kvantitative lempelser og nul- eller negative renter samt disse faktorerers samlede indvirkning på den økonomiske vækst.

I starten af året reducerede investorerne deres risikoeksponering, idet de undgik de mere cykliske sektorer. I takt med at optimismen steg, oplevede de mere risikobetonede aktier kursstigninger, hvorefter der fulgte et fald i de mere rentefølsomme og defensive aktier. Juni måneds Brexit-afstemning udløste først panik og dernæst fornyet optimisme med hensyn til det amerikanske marked. Trumps lige så overraskende valgsejr i november udløste kraftige kursstigninger på aktiemarkedet, hvor de finansielle aktier førte an, mens IT-aktierne lå i den anden ende af tabellen.

#### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et afkast på 10,88 pct. målt i NOK, mens benchmark steg med 7,84 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en fortsat lempelig pengepolitik og stærke forventninger til den nyvalgte præsident.

#### Vurdering af resultatet

Andelsklassens merperformance kan henføres til såvel aktiesektorvalg. Aktievalget inden for sundhedspleje, industri og energi bidrog positivt til resultatet. Positionen i Bank of America gav det største relative bidrag til andelsklassens afkast. Aktievalget inden for konsumentvarer, IT og finans trak ned i det relative afkast. Overvægten i henholdsvis den amerikanske bank Wells Fargo og medicinalvirksomheden Bristol-Meyers bidrog ligeledes negativt til det relative afkast.

På sektorniveau var overvægten inden for finans og undervægten inden for konsumentvarer de største bidragsydere til afkastet. Undervægten inden for IT og overvægten inden for sundhedspleje havde en moderat negativ effekt på det relative afkast, men resultatet af sektorvalget var generelt positivt.

#### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: Oktober 2013
Risikoindikator (1-7): 5
Benchmark: MSCI USA inkl. nettoudbytte omregnet til NOK
Fondskode: DK0060517076
Porteføljerrådgiver: Wellington Management Co.

#### Branchefordeling

Finans	25,2%
Informationsteknologi	16,0%
Sundhedspleje	13,1%
Industri	10,1%
Energi	9,4%
Øvrige inkl. likvide	26,2%

#### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	1,39
Standardafvigelse	12,26
Tracking error	2,22
Information Ratio	-0,41
Sharpe Ratio (benchm.)	1,45
Standardafvigelse (benchm.)	12,33
Active share	64,10

## USA, klasse NOK

### Andelsklasse under USA – Akkumulerende KL

#### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Den væsentligste begivenhed i 2016 var, at udsigterne for erhvervslivet blev forbedret med det overraskende resultat af det amerikanske præsidentvalg. Investorerne forventer mindre bureaukrati, lavere skatter og et generelt forbedret erhvervs klima, som dog i nogen grad opvejes af bekymringer om protektionisme. Med valgresultatet er fulgt usikkerhed om, hvilken politik Trump vil føre, og hvor meget renterne vil stige. Samlet set er udsigterne for den amerikanske økonomi forbedret som følge af valgresultatet.

Vi vurderer, at porteføljen med sin defensive eksponering til fordel for attraktivt prisfastsatte udbyttebetalende aktier er godt rustet til den periode med forhøjet volatilitet, som vi forventer ligger forude. Vi forudser, at USA's nye regering vil være nødsaget til at fokusere på nøje udvalgte tiltag. Topprioriteterne synes at være 1) skattereformer, 2) infrastrukturinvesteringer, 3) bekæmpelse af terrorisme, 4) ophævelse af Affordable Care Act (Obamacare) og 5) bevarelse af amerikanske arbejdspladser. Mindre offentlig regulering og vækstfremmende tiltag står også højt på dagsordenen.

#### Forventninger til markedet samt strategi

Væksten i den globale økonomi er positiv drevet af en solid økonomisk udvikling i de udviklede økonomier samt idet med, at den økonomiske vækst i emerging markets er stabiliseret. Der er fortsat stor variation i vækstudviklingen imellem de forskellige økonomiske regioner. I USA forventes en stærk vækst at resultere i en stramning af pengepolitikken i 2017. Kombineret med en relativ høj prisfastsættelse kan det lægge en dæmper på udviklingen på aktiemarkedet. I Europa vil vi fortsat opleve meget lempelige finansielle vilkår. Dette vil understøtte investerings- og forbrugslysten, samt idet med at en fortsat svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar vil være understøttende for den økonomiske vækst og dermed skabe et fornuftigt indtjeningspotentiale kombineret med en attraktiv prisfastsættelse. I 2017 forventer vi en moderat positiv udvikling på aktiemarkederne, men også markeder der vil være præget af både stigende og faldende risikoappetit drevet af økonomiske og politiske nyheder globalt.

Andelsklassens fokus på områder der har oplevet faldende investeringsaktivitet er kommet andelsklassen til gavn ved det seneste skifte i marked. Vi vurderede, at der var begrænset risiko for tab forbundet med andelsklassen positionering og undervurderede muligvis potentialet for kursstigninger. Forholdet mellem afkast og risiko har været særdeles positivt, hvilket den seneste tid har medført opløftende resultater. Vi vil fortsat være påpasselige over for prisfastsættelsen, da vi er bekymrede for at kurserne hurtigt kan ændre sig på dette tidlige tidspunkt i processen.

Sektormæssigt var andelsklassens største overvægt ved årets udgang inden for finans, forsynings selskaber og energi, hvor vi fortsat ser den mest attraktive prisfastsættelse og afkast muligheder. Andelsklassens største undervægt var

inden for IT og konsumentvarer, som fortsat er domineret af aktier, som vi vurderer har begrænset kurspotentiale og således indebærer større risiko for kursfald.

Det forventes, at mange af ændringerne vil gavne de finansielle aktier. Aktiemarkedet har hurtigt identificeret de selskaber og sektorer der vil nyde godt af disse udsigter, hvilket har betydet kursstigninger for finans- og industriaktier, mens rentefølsomme selskaber som forsynings- og ejendomsselskaber er faldet ved udsigten til stigende renter.

Energipriserne synes at have nået et nyt niveau. Det betydelige fald i investeringsaktiviteten inden for olieindustrien har lagt en bund under olieprisen, ligesom de seneste udmeldinger fra OPEC om planlagte produktionsbegrænsninger tilsvarende peger mod stigende priser. Da omkostningerne er faldet, forventer vi dog ikke væsentlige prisstigninger. Salget af elbiler kan medføre øget substitution af olie og lægge fornyet pres på oliepriserne. Dette vil sandsynligvis give forstyrrelser over de kommende ti år, og vi vil holde nøje øje med udviklingen.

I andelsklassen fastholdes en neutral eksponering mod sundhedspleje, og det er endnu usikkert, hvordan det amerikanske valgresultat vil påvirke sektoren. Aktier inden for sundhedspleje vil blive påvirket af en eventuel ophævelse af Obamacare, men på forskellig vis. Generiske lægemidler forventes at lide de største kurstab, mens mærkevarer medicin og de mest innovative selskaber ikke forventes at blive nævneværdigt berørt. Vi forventer, at en eventuel betydelig negativ indvirkning vil til dels blive opvejet af reduceret regulering.

Sektormæssigt er andelsklassen mest undervægtet inden for IT, hvor software & serviceydelser er undervægtet. En øget protektionisme kan påvirke sektoren negativt. Vi er fortsat på udkig efter selskaber med undervurderet stabilitet og selskaber, som kan vækste på baggrund af innovation og grundlæggende brancheforhold. Mange IT-selskaber har attraktive forretninger, men vi har svært ved at finde investeringer med overbevisende eller forbedrede grundlæggende forhold, som samtidig er undervurderede og har begrænset nedadgående kurspotentiale.

Andelsklassen er også undervægtet i forbrugsgoder, hvor der skal ske en fremgang inden for de forbrugsrelaterede nøgletal, før eksponering i nævneværdig grad øges. Forbrugernøgletallene har været gode, men beskæftigelsen er tæt på historisk høj, energipriserne er fortsat lave, og renterne forventes – ligesom inflationen – at stige. Inden for forbrugsgoder er andelsklassen mest undervægtet inden for detailsalg, hvor vi fortsat ser langsigtede udfordringer, som vil lægge generelt pres på indtjeningsvæksten.

Der søges løbende efter nye investeringsideer, der passer med proces og filosofi. Vi prioriterer selskaber med tilbagevendende udbyttebetalinger, førende aktiviteter i underka-

## *USA, klasse NOK*

### Andelsklasse under USA – Akkumulerende KL

pitaliserede brancher, og som er markedsførende og har et anerkendt brand. Vi er på udkig efter selskaber, som har disse kvaliteter, uanset sektor:

Fokus i andelsklassen er fortsat på vigtigheden af udbytte, positiv kapitalstyring og anerkendte brands. Det vurderes, at andelsklassen har en solid portefølje af undervurderede markedsførende selskaber, aktier i brancher med stadigt bedre udbuds- efterspørgselsbalance og solide selskaber, som midlertidigt er blevet mindre attraktive.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.



## USA, klasse NOK

Andelsklasse under USA – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	2013	2014	2015	2016
Afkast i NOK (pct.)*	-	8,29	37,12	14,80	10,88
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	8,24	39,27	18,87	7,84
Sharpe Ratio i NOK	-	-	-	-	1,39
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	108,29	148,50	170,48	189,02
Nettoresultat (t.DKK)*	-	1.858	204.274	99.463	264.040
Administrationsomkostninger (pct.)	-	1,52	1,50	1,49	1,49
Investorerers formue (t.DKK)	-	69.742	1.099.888	1.172.341	1.654.655
Antal andele	-	721.651	9.024.355	8.860.418	10.688.442
Stykstørrelse i DKK	-	100	100	100	100

\* 2013 dækker en periode på mindre end 12 måneder

<b>KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK</b>	<b>1.1.-31.12.2016</b>	<b>1.1.-31.12.2015</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen	286.358	116.498
Klassespecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger	22.317	17.035
<b>Klassens resultat</b>	<b>264.040</b>	<b>99.463</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorerers formue primo	1.172.341	1.099.888
Emissioner i året	595.049	401.318
Indløsninger i året	÷378.001	÷429.610
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	1.226	1.281
Overførsel af periodens resultat	264.040	99.463
<b>Investorerers formue ultimo</b>	<b>1.654.655</b>	<b>1.172.341</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	8.860.418	9.024.355
Emissioner i året	4.621.114	3.035.989
Indløsninger i året	÷2.793.090	÷3.199.925
<b>Andele ultimo året</b>	<b>10.688.442</b>	<b>8.860.418</b>

## USA, klasse NOK W

### Andelsklasse under USA – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

#### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Da andelsklassen investerer i amerikanske eller canadiske aktier, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til amerikanske og canadiske aktier. Andelsklassen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

#### Markedet

Siden andelsklassens introduktion i 2016 har der været stigninger i 8 ud af 11 sektorer i benchmark. Det største bidrag i benchmark kom fra finans, efterfulgt af IT og energi. Fast ejendom, som blev udskilt af finans pr. 31. august 2016, var sammen med konsumentvarer og sundhedspleje de eneste sektorer i indekset, der gav et negativt afkast i perioden. I perioden klarede value-aktierne sig bedre end vækstaktierne. Dette står i kontrast til tendensen i de senere år og var positivt for vores strategi, som går ud på at identificere undervurderede markedsledere. Volatiliteten i markedet var drevet af makroøkonomiske forhold såsom geopolitisk usikkerhed, fortsat lave oliepriser, centralbankernes kvantitative lempel-

ser og nul- eller negative renter samt disse faktorers samlede indvirkning på den økonomiske vækst.

Trump's overraskende valgsejr i november udløste kraftige kursstigninger på aktiemarkedet, hvor de finansielle aktier førte an, mens IT-aktierne lå i den anden ende af tabellen.

#### Afkast og benchmark

Andelsklassen har siden den blev introduceret den 14. juli 2016 givet et afkast på 10,60 pct. målt i NOK, mens benchmark steg med 7,04 pct. målt i NOK. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en fortsat lempelig pengepolitik og stærke forventninger til den nyvalgte præsident.

#### Vurdering af resultatet

Andelsklassen merperformance kan henføres til såvel afdelingsaktie- som sektorvalg. Aktievalget inden for finans, energi og materialer bidrog positivt til resultatet. Positionen i PNC Financial Services gav det største relative bidrag til andelsklassens afkast. Aktievalget inden for sundhed, konsumentvarer og forbrugsgoder trak ned i det relative afkast. Overvægten i henholdsvis medicinalvirksomheden Bristol-Meyers og Medtronic bidrog ligeledes negativt til det relative afkast.

På sektorniveau var overvægten inden for finans og undervægten inden for konsumentvarer de største bidragsydere til afkastet. Undervægten inden for IT og overvægten inden for forsyning havde en moderat negativ effekt på det relative afkast, men resultatet af sektorvalget var generelt positivt.

#### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Den væsentligste begivenhed i 2016 var, at udsigterne for erhvervslivet blev forbedret med det overraskende resultat af det amerikanske præsidentvalg. Investorerne forventer mindre bureaukrati, lavere skatter og et generelt forbedret erhvervs-klima, som dog i nogen grad opvejes af bekymringer om protektionisme. Med valgresultatet er fulgt usikkerhed om, hvilken politik Trump vil føre, og hvor meget renterne vil

#### Andelsklassens profil

Ikke børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Juli 2016

Risikoindikator (1-7): 5

Benchmark: MSCI USA inkl. nettoudbytte omregnet til NOK

Fondskode: DK0060732634

Porteføljeradgiver: Wellington Management Co.

#### Branchefordeling

Finans	25,2%
Informationsteknologi	16,0%
Sundhedspleje	13,1%
Industri	10,1%
Energi	9,4%
Øvrige inkl. likvide	26,2%

#### Nøgletal for risiko

Active share 64,10

## USA, klasse NOK W

### Andelsklasse under USA – Akkumulerende KL

stige. Samlet set er udsigterne for den amerikanske økonomi forbedret som følge af valgresultatet.

Vi vurderer, at porteføljen med sin defensive eksponering til fordel for attraktivt prisfastsatte udbyttebetalende aktier er godt rustet til den periode med forhøjet volatilitet, som vi forventer ligger forude. Vi forudser, at USA's nye regering vil være nødsaget til at fokusere på nøje udvalgte tiltag. Topprioriteterne synes at være 1) skattereformer, 2) infrastrukturinvesteringer, 3) bekæmpelse af terrorisme, 4) ophævelse af Affordable Care Act (Obamacare) og 5) bevarelse af amerikanske arbejdspladser. Mindre offentlig regulering og vækstfremmende tiltag står også højt på dagsordenen.

#### Forventninger til markedet samt strategi

Væksten i den globale økonomi er positiv drevet af en solid økonomisk udvikling i de udviklede økonomier samtidigt med, at den økonomiske vækst i emerging markets er stabiliseret. Der er fortsat stor variation i vækstudviklingen imellem de forskellige økonomiske regioner. I USA forventes en stærk vækst at resultere i en stramning af pengepolitikken i 2017. Kombineret med en relativ høj prisfastsættelse kan det lægge en dæmper på udviklingen på aktiemarkedet. I Europa vil vi fortsat opleve meget lempelige finansielle vilkår. Dette vil understøtte investerings- og forbrugslysten, samtidigt med at en fortsat svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar vil være understøttende for den økonomiske vækst og dermed skabe et fornuftigt indtjeningspotentiale kombineret med en attraktiv prisfastsættelse. I 2017 forventer vi en moderat positiv udvikling på aktiemarkederne, men også markeder der vil være præget af både stigende og faldende risikoappetit drevet af økonomiske og politiske nyheder globalt.

Andelsklassens fokus på områder der har oplevet faldende investeringsaktivitet er kommet afdelingen til gavn ved det seneste skifte i marked. Vi vurderede, at der var begrænset risiko for tab forbundet med andelsklassen positionering og undervurderede muligvis potentialet for kursstigninger. Forholdet mellem afkast og risiko har været særdeles positivt, hvilket den seneste tid har medført opløftende resultater. Vi vil fortsat være påpasselige over for prisfastsættelsen, da vi er bekymrede for at kurserne hurtigt kan ændre sig på dette tidlige tidspunkt i processen.

Sektormæssigt var andelsklassens største overvægt ved årets udgang inden for finans, forsyningselskaber og energi, hvor vi fortsat ser den mest attraktive prisfastsættelse og afkast muligheder. Andelsklassen største undervægt var inden for IT og konsumentvarer, som fortsat er domineret af aktier, som vi vurderer har begrænset kurspotentiale og således indebærer større risiko for kursfald.

Det forventes, at mange af ændringerne vil gavne de finansielle aktier. Aktiemarkedet har hurtigt identificeret de selskaber og sektorer der vil nyde godt af disse udsigter, hvilket

har betydet kursstigninger for finans- og industriaktier, mens rentefølsomme selskaber som forsynings- og ejendomsselskaber er faldet ved udsigten til stigende renter.

Energipriserne synes at have nået et nyt niveau. Det betydelige fald i investeringsaktiviteten inden for olieindustrien har lagt en bund under olieprisen, ligesom de seneste udmeldinger fra OPEC om planlagte produktionsbegrænsninger tilsvarende peger mod stigende priser. Da omkostningerne er faldet, forventer vi dog ikke væsentlige prisstigninger. Salget af elbiler kan medføre øget substitution af olie og lægge fornyet pres på oliepriserne. Dette vil sandsynligvis give forstyrrelser over de kommende ti år, og vi vil holde nøje øje med udviklingen.

I andelsklassen fastholdes en neutral eksponering mod sundhedspleje, og det er endnu usikkert, hvordan det amerikanske valgresultat vil påvirke sektoren. Aktier inden for sundhedspleje vil blive påvirket af en eventuel ophævelse af Obamacare, men på forskellig vis. Generiske lægemidler forventes at lide de største kurstab, mens mærkevaremedicin og de mest innovative selskaber ikke forventes at blive nævneværdigt berørt. Vi forventer, at en eventuel betydelig negativ indvirkning vil til dels blive opvejet af reduceret regulering.

Sektormæssigt er andelsklassen mest undervægtet inden for IT, hvor software & serviceydelser er undervægtet. En øget protektionisme kan påvirke sektoren negativt. Vi er fortsat på udkig efter selskaber med undervurderet stabilitet og selskaber, som kan vokste på baggrund af innovation og grundlæggende brancheforhold. Mange IT-selskaber har attraktive forretninger, men vi har svært ved at finde investeringer med overbevisende eller forbedrede grundlæggende forhold, som samtidig er undervurderede og har begrænset nedadgående kurspotentiale.

Andelsklassen er også undervægtet i forbrugsgoder, hvor der skal ske en fremgang inden for de forbrugsrelaterede nøgletal, før eksponering i nævneværdig grad øges. Forbrugernøgletallene har været gode, men beskæftigelsen er tæt på historisk høj, energipriserne er fortsat lave, og renterne forventes – ligesom inflationen – at stige. Inden for forbrugsgoder er andelsklassen mest undervægtet inden for detailsalg, hvor vi fortsat ser langsigtede udfordringer, som vil lægge generelt pres på indtjeningsvæksten.

Der søges løbende efter nye investeringsideer, der passer med proces og filosofi. Vi prioriterer selskaber med tilbagevendende udbyttebetalinger, førende aktiviteter i underkaptaliserede brancher, og som er markedsførende og har et anerkendt brand. Vi er på udkig efter selskaber, som har disse kvaliteter, uanset sektor.

Fokus i andelsklassen er fortsat på vigtigheden af udbytte, positiv kapitalstyring og anerkendte brands. Det vurderes, at andelsklassen har en solid portefølje af undervurderede

## *USA, klasse NOK W*

### Andelsklasse under USA – Akkumulerende KL

markedsførende selskaber, aktier i brancher med stadigt bedre udbuds- efterspørgselsbalance og solide selskaber, som midlertidigt er blevet mindre attraktive.

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## USA, klasse NOK W

Andelsklasse under USA – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	-	-	-	-	2016
Afkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	10,60
Benchmarkafkast i NOK (pct.)*	-	-	-	-	7,04
Indre værdi (DKK pr. andel)	-	-	-	-	110,60
Nettoresultat (t.DKK)*	-	-	-	-	1.591
Administrationsomkostninger (pct.)	-	-	-	-	0,74
Investorerers formue (t.DKK)	-	-	-	-	12.939
Antal andele	-	-	-	-	142.854
Stykstørrelse i DKK	-	-	-	-	100

\* 2016 dækker en periode på mindre end 12 måneder

<b>KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK</b>		<b>14.7.2016</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen		1.626
Klassenspecifikke transaktioner:		
Administrationsomkostninger		34
<b>Klassens resultat</b>		<b>1.591</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>		<b>2016</b>
Øvrige finansielle instrumenter		100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>		<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>		<b>2016</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorerers formue primo		0
Emissioner i året		11.346
Indløsninger i året		0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag		2
Overførsel af periodens resultat		1.591
<b>Investorerers formue ultimo</b>		<b>12.939</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året		0
Emissioner i året		142.854
Indløsninger i året		0
<b>Andele ultimo året</b>		<b>142.854</b>

## USA – Akkumulerende, klasse DKK h

### Andelsklasse under USA – Akkumulerende KL

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

#### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Da andelsklassen investerer i amerikanske eller canadiske aktier, har andelsklassen en investeringsmæssig risiko i forhold til amerikanske og canadiske aktier. Andelsklassen afdækker valutarisici og udsving i valutakurserne påvirker derfor ikke afkastet.

#### Markedet

Der var stigninger i 9 ud af 11 sektorer i benchmark. Det største bidrag i benchmark kom fra energi, efterfulgt af telekommunikation og finans. Fast ejendom, som blev udskilt af finans pr. 31. august 2016, var sammen med sundhedspleje de eneste to sektorer i indekset, der gav et negativt afkast i perioden. Den traditionelt defensive konsumentvaresektor holdede ligeledes efter de øvrige sektorer. I 2016 klarede value-aktierne sig bedre end vækstaktierne. Dette står i kontrast til tendensen fra de senere år og var positivt for andelsklassens strategi, som går ud på at identificere undervurderede markedsledere. Markedsvolatiliteten var i 2016 drevet

af makroøkonomiske forhold såsom geopolitisk usikkerhed, fortsat lave oliepriser, centralbankernes kvantitative lempelser og nul- eller negative renter samt disse faktorerers samlede indvirkning på den økonomiske vækst.

I starten af året reducerede investorerne deres risikoeksponering, idet de undgik de mere cykliske sektorer. I takt med at optimismen steg, oplevede de mere risikobetonede aktier kursstigninger, hvorefter der fulgte et fald i de mere rentefølsomme og defensive aktier. Juni måneds Brexit-afstemning udløste først panik og dernæst fornyet optimisme med hensyn til det amerikanske marked. Trumps lige så overraskende valgsejr i november udløste kraftige kursstigninger på aktiemarkedet, hvor de finansielle aktier førte an, mens IT-aktierne lå i den anden ende af tabellen.

#### Afkast og benchmark

Andelsklassen gav i 2016 et afkast på 13,10 pct., mens benchmark steg med 9,23 pct. Andelsklassens afkast var således tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventning om positivt, men behersket afkast på grund af en fortsat lempelig pengepolitik og stærke forventninger til den nyvalgte præsident.

#### Vurdering af resultatet

Andelsklassens merperformance kan henføres til såvel aktiesektorvalg. Aktievalget inden for sundhedspleje, industri og energi bidrog positivt til resultatet. Positionen i Bank of America gav det største relative bidrag til andelsklassens afkast. Aktievalget inden for konsumentvarer, IT og finans trak ned i det relative afkast. Overvægten i henholdsvis den amerikanske bank Wells Fargo og medicinalvirksomheden Bristol-Meyers bidrog ligeledes negativt til det relative afkast.

På sektorniveau var overvægten inden for finans og undervægten inden for konsumentvarer de største bidragsydere til afkastet. Undervægten inden for IT og overvægten inden for sundhedspleje havde en moderat negativ effekt på det relative afkast, men resultatet af sektorvalget var generelt positivt.

#### Andelsklassens profil

Børsnoteret
Akkumulerende
Introduceret: December 2004
Risikoindikator (1-7): 5
Benchmark: MSCI USA inkl. nettoudbytte hedget til DKK
Fondskode: DK0016290349
Porteføljerådgiver: Wellington Management Co.

#### Branchefordeling

Finans	25,7%
Informationsteknologi	16,3%
Sundhedspleje	13,4%
Industri	10,3%
Energi	9,6%
Øvrige inkl. likvide	24,7%

#### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,61
Standardafvigelse	10,66
Tracking error	2,12
Information Ratio	-0,07
Sharpe Ratio (benchm.)	0,62
Standardafvigelse (benchm.)	10,75
Active share	64,10

## USA – Akkumulerende, klasse DKK h

Andelsklasse under USA – Akkumulerende KL

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Den væsentligste begivenhed i 2016 var, at udsigterne for erhvervslivet blev forbedret med det overraskende resultat af det amerikanske præsidentvalg. Investorerne forventer mindre bureaukrati, lavere skatter og et generelt forbedret erhvervsklima, som dog i nogen grad opvejes af bekymringer om protektionisme. Med valgresultatet er fulgt usikkerhed om, hvilken politik Trump vil føre, og hvor meget renterne vil stige. Samlet set er udsigterne for den amerikanske økonomi forbedret som følge af valgresultatet.

Vi vurderer, at porteføljen med sin defensive eksponering til fordel for attraktivt prisfastsatte udbyttebetalende aktier er godt rustet til den periode med forhøjet volatilitet, som vi forventer ligger forude. Vi forudser, at USA's nye regering vil være nødsaget til at fokusere på nøje udvalgte tiltag. Topprioriteterne synes at være 1) skattereformer, 2) infrastrukturinvesteringer, 3) bekæmpelse af terrorisme, 4) ophævelse af Affordable Care Act (Obamacare) og 5) bevarelse af amerikanske arbejdspladser. Mindre offentlig regulering og vækstfremmende tiltag står også højt på dagsordenen.

### Forventninger til markedet samt strategi

Andelsklassens fokus på områder der har oplevet faldende investeringsaktivitet er kommet andelsklassen til gavn ved det seneste skifte i marked. Vi vurderede, at der var begrænset risiko for tab forbundet med andelsklassens positionering og undervurderede muligvis potentialet for kursstigninger. Forholdet mellem afkast og risiko har været særdeles positivt, hvilket den seneste tid har medført opløftende resultater. Vi vil fortsat være påpasselige over for prisfastsættelsen, da vi er bekymrede for at kurserne hurtigt kan ændre sig på dette tidlige tidspunkt i processen.

Sektormæssigt var andelsklassens største overvægt ved årets udgang inden for finans, forsyningselskaber og energi, hvor vi fortsat ser den mest attraktive prisfastsættelse og afkast muligheder. Andelsklassens største undervægt var inden for IT og konsumentvarer, som fortsat er domineret af aktier, som vi vurderer har begrænset kurspotentiale og således indebærer større risiko for kursfald.

Det forventes, at mange af ændringerne vil gavne de finansielle aktier. Aktiemarkedet har hurtigt identificeret de selskaber og sektorer der vil nyde godt af disse udsigter, hvilket har betydet kursstigninger for finans- og industriaktier, mens rentefølsomme selskaber som forsynings- og ejendomsselskaber er faldet ved udsigten til stigende renter.

Energipriserne synes at have nået et nyt niveau. Det betydelige fald i investeringsaktiviteten inden for olieindustrien har lagt en bund under olieprisen, ligesom de seneste udmel-

dinge fra OPEC om planlagte produktionsbegrænsninger tilsvarende peger mod stigende priser. Da omkostningerne er faldet, forventer vi dog ikke væsentlige prisstigninger. Salget af elbiler kan medføre øget substitution af olie og lægge fornyet pres på oliepriserne. Dette vil sandsynligvis give forstyrrelser over de kommende ti år, og vi vil holde nøje øje med udviklingen.

I andelsklassen fastholdes en neutral eksponering mod sundhedspleje, og det er endnu usikkert, hvordan det amerikanske valgresultat vil påvirke sektoren. Aktier inden for sundhedspleje vil blive påvirket af en eventuel ophævelse af Obamacare, men på forskellig vis. Generiske lægemidler forventes at lide de største kurstab, mens mærkevarermedicin og de mest innovative selskaber ikke forventes at blive nævneværdigt berørt. Vi forventer, at en eventuel betydelig negativ indvirkning vil til dels blive opvejet af reduceret regulering.

Sektormæssigt er andelsklassen mest undervægtet inden for IT, hvor software & serviceydelser er undervægtet. En øget protektionisme kan påvirke sektoren negativt. Vi er fortsat på udkig efter selskaber med undervurderet stabilitet og selskaber, som kan vokste på baggrund af innovation og grundlæggende brancheforhold. Mange IT-selskaber har attraktive forretninger, men vi har svært ved at finde investeringer med overbevisende eller forbedrede grundlæggende forhold, som samtidig er undervurderede og har begrænset nedadgående kurspotentiale.

Andelsklassen er også undervægtet i forbrugsgoder, hvor der skal ske en fremgang inden for de forbrugsrelaterede nøgletal, før eksponering i nævneværdig grad øges. Forbrugernøgletallene har været gode, men beskæftigelsen er tæt på historisk høj, energi priserne er fortsat lave, og renterne forventes – ligesom inflationen – at stige. Inden for forbrugsgoder er andelsklassen mest undervægtet inden for detailsalg, hvor vi fortsat ser langsigtede udfordringer, som vil lægge generelt pres på indtjeningsvæksten.

Der søges løbende efter nye investeringsideer, der passer med proces og filosofi. Vi prioriterer selskaber med tilbagevendende udbyttebetalinger, førende aktiviteter i underkapitaliserede brancher, og som er markedsførende og har et anerkendt brand. Vi er på udkig efter selskaber, som har disse kvaliteter, uanset sektor.

Fokus i andelsklassen er fortsat på vigtigheden af udbytte, positiv kapitalstyring og anerkendte brands. Det vurderes, at andelsklassen har en solid portefølje af undervurderede markedsførende selskaber, aktier i brancher med stadigt bedre udbuds- efterspørgselsbalance og solide selskaber, som midlertidigt er blevet mindre attraktive.

## *USA – Akkumulerende, klasse DKK h*

### Andelsklasse under USA – Akkumulerende KL

Andelsklassen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2017 er det forventningen, at andelsklassen opnår et moderat positivt afkast på niveau med andelsklassens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark – blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.



## USA – Akkumulerende, klasse DKK h

Andelsklasse under USA – Akkumulerende KL

### Noter vedrørende resultatopgørelse og balance for klassen

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

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	11,05	29,03	11,08	÷3,21	13,10
Benchmarkafkast (pct.)	13,97	30,85	12,23	÷0,41	9,23
Sharpe Ratio	0,51	1,06	1,85	1,04	0,61
Indre værdi (DKK pr. andel)	111,66	144,07	160,03	154,89	175,18
Nettoresultat (t.DKK)	121.505	310.928	151.011	÷49.024	149.782
Administrationsomkostninger (pct.)	1,40	1,42	1,39	1,42	1,45
ÅOP	1,68	1,70	1,63	1,51	1,52
Investorers formue (t.DKK)	1.142.968	1.367.912	1.501.674	1.282.795	1.201.073
Antal andele	10.236.517	9.494.938	9.383.942	8.281.815	6.856.180
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

<b>KLASSENS RESULTATPOSTER I 1.000 DKK</b>	<b>1.1.-31.12.2016</b>	<b>1.1.-31.12.2015</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen	207.069	79.472
Klassenspecifikke transaktioner:		
Terminforretninger	÷39.628	÷108.883
Administrationsomkostninger	17.659	19.612
<b>Klassens resultat</b>	<b>149.782</b>	<b>÷49.024</b>
<b>FINANSIELLE POSTER I PCT.</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Øvrige finansielle instrumenter	100,0	100,0
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>INVESTORERNES FORMUE</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Formueværdi i 1.000 DKK</b>		
Investorers formue primo	1.282.795	1.501.674
Emissioner i året	27.057	29.238
Indløsninger i året	÷258.903	÷199.479
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	342	386
Overførsel af periodens resultat	149.782	÷49.024
<b>Investorers formue ultimo</b>	<b>1.201.073</b>	<b>1.282.795</b>
<b>Antal andele</b>		
Andele primo året	8.281.815	9.383.942
Emissioner i året	166.600	181.409
Indløsninger i året	÷1.592.235	÷1.283.536
<b>Andele ultimo året</b>	<b>6.856.180</b>	<b>8.281.815</b>

## Østeuropa KL

Investerer fortrinsvis i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i, eller som har hovedaktivitet i Østeuropa eller Tyrkiet. En mindre del kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i lande, der grænser op til Østeuropa. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorernes afkast.

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren - jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Afdelingen investerer fortrinsvis i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i, eller som har hovedaktivitet i Østeuropa eller Tyrkiet. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i lande, der grænser op til Østeuropa. Afdelingen har således primært en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på østeuropæiske aktier. De øst-

europæiske lande er fortsat karakteriserede ved at være en del af emerging markets-landene, selv om en række er medlemmer af EU. Dette betyder, at den politiske og økonomiske udvikling i landene kan udvise højere risici end i udviklede økonomier, hvorfor der kan forekomme større udsving på landenes aktiemarkeder end på aktiemarkederne i de udviklede lande. Blandt særlige økonomiske risici kan nævnes, at visse lande har relativt store budgetunderskud, der kan udgøre en destabiliserende faktor i perioder. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

De østeuropæiske aktiemarkeder leverede et højt positive afkast i 2016. Landene imellem varierede udviklingen dog. Særligt godt klarede Rusland sig, mens Tyrkiet som det eneste marked leverede negativt afkast. I Rusland var markedet godt understøttet af en betydelig stigning i olieprisen hen over året og en gradvis bedring af økonomien. Det tyrkiske marked var negativt påvirket af politisk usikkerhed ovenpå et mislykket militærkup, adskillige terrorhandlinger og den generelle uro i Mellemøsten. Det polske aktiemarked var i første halvår påvirket af usikkerhed omkring politiske tiltag, men udviklede sig positivt i 2. halvår, da regeringen modererede mulige stramninger inden for blandt andet finanssektoren.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 31,41 pct., mens benchmark steg med 28,99 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, og har mere end indfriet vores forventning om moderat positivt afkast på grund af Brexit og usikkerheden om det fremtidige økonomiske samarbejde i Europa.

### Vurdering af resultatet

Afdelingens aktieudvælgelse i Polen, Georgien og Grækenland samt undervægt af Grækenland og Tjekkiet bidrog positivt til merafkastet, mens aktieudvælgelse i Rusland og Rumænien bidrog negativt.

#### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: November 1999

Risikoindikator (1-7): 6

Benchmark: MSCI EM Europe 10 40 inkl. nettoudbytter

Fondskode: DK0010257914

Porteføljerrådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

#### Landefordeling

Rusland	59,4%
Tyrkiet	13,8%
Polen	13,1%
Grækenland	4,6%
Ungarn	2,7%
Øvrige inkl. likvide	6,4%

#### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,16
Standardafvigelse	18,72
Tracking error	3,31
Information Ratio	1,07
Sharpe Ratio (benchm.)	±0,03
Standardafvigelse (benchm.)	19,06
Active share	36,84

## Østeuropa KL

Blandt de positive bidrag var selskabsbidrag fra det polske selskab Uniwheels, der producerer aluminiums hjul til den europæiske bilindustri, det georgiske selskab Georgia Healthcare Group, der driver hospitaler og klinikker, det russiske byggeselskab Etalon samt den græske detailhandelskæde Jumbo. Blandt de negative bidrag var det russiske IT selskab Luxoft, det russiske landbrugsselskab Rus Agro og den tyrkisk bank Halkbank.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

Ruslands fremtidige udvikling udgøre en risikofaktor hvor de geopolitiske spændinger og et fornyet fald i olieprisen samt andre råvarer udgør centrale risikofaktorer. En lavere vækst i Europa udgør en risiko for væksten i Polen, og de øvrige lande eksklusive Rusland, som følge af det økonomiske samkvem. I Polen har regeringen strammet beskattningen på finanssektoren, og selvom der kom mere positive meldinger fra regeringen i slutningen af 2016 er nye politiske tiltag fortsat en risikofaktor. I Tyrkiet er den politiske og økonomiske usikkerhed stor efter det fejlslagne militærkup i juli og flere terrorangreb.

Rusland, Polen og Tyrkiet er afdelingens største investeringsområder, og derfor vil den økonomiske og politiske situation i landene samt selskabernes indtjeningsudvikling have særlig stor betydning.

### Forventninger til markedet samt strategi

Væksten i den globale økonomi er positiv drevet af en solid økonomisk udvikling i de udviklede økonomier samtidigt med, at den økonomiske vækst i emerging markets er stabiliseret. Der er fortsat stor variation i vækstudviklingen imellem de forskellige økonomiske regioner. I USA forventes en stærk vækst at resultere i en stramning af pengepolitikken i 2017. Kombineret med en relativ høj prisfastsættelse kan det lægge en dæmper på udviklingen på aktiemarkedet. I Europa vil vi fort-

sat opleve meget lempelige finansielle vilkår. Dette vil understøtte investerings- og forbrugslysten, samtidigt med at en fortsat svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar vil være understøttende for den økonomiske vækst og dermed skabe et fornuftigt indtjeningspotentiale kombineret med en attraktiv prisfastsættelse. I 2017 forventer vi en moderat positiv udvikling på aktiemarkederne, men også markeder der vil være præget af både stigende og faldende risikoappetit drevet af økonomiske og politiske nyheder globalt.

Vi forventer positive, men beherskede afkast på de østeuropæiske aktiemarkederne i 2017, understøttet af vækst i selskabernes indtjening. Dette er er baseret på at den russiske økonomi vil vise fremgang og at den positive vækst i de østeuropæiske lande fortsætter i 2017. Der er dog risiko for tilbagefald i Rusland hvis olieprisen atter viser svaghed eller den politiske usikkerhed vokser indenfor regionen. Derudover vil udviklingen på aktiemarkederne afhænge af udviklingen på de globale aktiemarkeder samt den generelle risikovillighed hos investorerne.

Ved indgangen til 2017 er de største landevægte Rusland, Tyrkiet og Polen, og vi forventer, at disse tre lande også i den resterende del af 2017 vil udgøre en væsentlig andel af afdelingen. Aktieudvælgelsen er en meget vigtig del af den løbende porteføljepleje.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling.

## Østeuropa KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	28	39	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	3	6	Indestående i depotselskab	1.190	1.923
3 Udbytter	14.777	17.148	<b>I alt likvide midler</b>	<b>1.190</b>	<b>1.923</b>
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>14.802</b>	<b>17.180</b>	<b>Kapitalandele:</b>		
4 <b>Kursgevinster og -tab:</b>			Not. aktier fra udl. selskaber	422.330	358.138
Kapitalandele	97.764	31.355	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>422.330</b>	<b>358.138</b>
Valutakonti	56	3.580	<b>Andre aktiver:</b>		
Øvrige aktiver/passiver	÷22	÷43	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	1.160	752
5 Handelsomkostninger	÷442	÷567	Mellemvær. vedr. handelsafv.	578	0
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>97.357</b>	<b>34.325</b>	Aktuelle skatteaktiver	126	86
6 Andre indtægter	1	0	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>1.864</b>	<b>838</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>112.159</b>	<b>51.505</b>	<b>Aktiver i alt</b>	<b>425.384</b>	<b>360.899</b>
7 Administrationsomkostninger	6.515	8.446	<b>Passiver</b>		
<b>Resultat før skat</b>	<b>105.644</b>	<b>43.059</b>	10 Investorerens formue	425.264	360.870
8 Skat	1.610	721	<b>Anden gæld:</b>		
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>104.034</b>	<b>42.338</b>	Skyldige omkostninger	120	29
<b>Resultatdisponering</b>			<b>I alt anden gæld</b>	<b>120</b>	<b>29</b>
Overført til udlodning næste år	÷8.708	÷11.500	<b>Passiver i alt</b>	<b>425.384</b>	<b>360.899</b>
9 Disponeret i alt vedr. udlodning	÷8.708	÷11.500			
Overført til formuen	112.743	53.837			
<b>I alt disponeret</b>	<b>104.034</b>	<b>42.338</b>			

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	24,85	÷3,66	÷16,22	÷0,72	31,41
Benchmarkafkast (pct.)	25,93	÷8,50	÷19,89	÷4,78	28,99
Sharpe Ratio	0,33	÷0,10	0,01	÷0,41	0,16
Indre værdi (DKK pr. andel)	390,27	366,25	289,77	287,68	378,05
Nettoresultat (t.DKK)	272.500	÷27.601	÷151.057	42.338	104.034
Udbytte (DKK pr. andel)	9,75	17,50	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,68	1,66	1,66	1,71	1,76
ÅOP	2,10	1,99	2,06	1,99	2,01
Omsætningshastighed (antal gange)	0,25	0,11	0,26	0,31	0,36
Investorerens formue (t.DKK)	1.046.295	954.828	726.269	360.870	425.264
Antal andele	2.680.930	2.607.052	2.506.379	1.254.403	1.124.903
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100

## Osteuropa KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	28	39
I alt renteindtægter	28	39

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	3	6
I alt renteudgifter	3	6

Note 3: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	14.777	17.148
I alt udbytter	14.777	17.148

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	97.581	31.355
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	183	0
Vælutakonti	56	3.580
Øvrige aktiver/passiver	÷22	÷43
Handelsomkostninger	÷442	÷567
I alt kursgevinster og -tab	97.357	34.325

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	÷506	÷1.311
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	64	744
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	÷442	÷567

Note 6: Andre indtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Brutto gebyrindtægt ved aktieudlån	1	0
Danske Bank A/S	0	0
Danske Invest Management A/S	0	0
I alt andre indtægter	1	0

Note 7: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	295	0	431	0
Managementhonorar	5.702	0	7.325	0
Fast administrationshonorar	518	0	690	0
I alt opdelte adm.omk.	6.515	0	8.446	0
I alt adm.omkostninger		6.515		8.446

Note 8: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	1.610	721
I alt skat	1.610	721

### Note 9: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK 2016 2015

Renter og udbytter	14.802	17.180
Ikke refunderbar udbytteskat	÷1.610	÷721
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	÷42	÷194
Kursgevinst til udlodning	÷11.925	÷15.540
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter; udbytter og kursgevinster	1.566	8.420
Udlodning overført fra sidste år	÷11.500	÷20.644
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	÷8.708	÷11.500
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	6.515	8.446
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	293	1.466
I alt til rådighed for udlodning, brutto	÷14.931	÷18.480
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	÷6.222	÷6.980
I alt til rådighed for udlodning, netto	÷8.708	÷11.500

### Note 10: Investorers formue 2016 2015

	2016		2015	
	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerens formue primo	1.254.403	360.870	2.506.379	726.269
Emissioner i året	500	159	7.808	2.563
Indløsninger i året	÷130.000	÷39.910	÷1.259.784	÷410.834
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		111		535
Overførsel af periodens resultat		112.743		53.837
Overført til udlodning næste år		÷8.708		÷11.500
I alt investorernes formue	1.124.903	425.264	1.254.403	360.870

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,3	99,2
I alt finansielle instrumenter	99,3	99,2
Øvrige aktiver og passiver	0,7	0,8
I alt	100,0	100,0

## Østeuropa ex Rusland KL

Investorerer fortrinsvis i aktier i selskaber, hjemmehørende i eller som har væsentlige aktiviteter i Østeuropa ex. Rusland, i Tyrkiet, i nye EU-lande og eller i EU-kandidatlande. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i lande, der grænser op til Østeuropa. Afdelingen er aktivt styret. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor investorerens afkast.

Beretningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit "Investeringsmarkederne i 2016", "Overordnede forventninger til Investeringsmarkederne i 2017" og "Risici samt risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af særlige risici ved markedsudviklingen i 2017 fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved denne investering henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

I årsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. Placering på risikoindikatoren – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring" fremgår af skemaet nedenfor med profil.

De risikofaktorer som investor i særlig grad skal være opmærksom på har indflydelse på investeringernes værdi fremgår skemaet "Risikofaktorer" i årsrapportens afsnit "Risici samt risikostyring".

Afdelingen investerer fortrinsvis i aktier i selskaber, der er hjemmehørende i, eller som har væsentlige aktiviteter i Østeuropa eksklusiv Rusland, i nye EU-lande og eller i EU-kandidatlande. En mindre andel kan investeres i selskaber hjemmehørende i lande, der grænser op til Østeuropa. Afdelingen har således en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen på disse østeuropæiske aktier. De østeuropæiske lande er

fortsat karakteriserede ved at være en del af emerging markets-landene, selv om en række er medlemmer af EU. Dette betyder, at den politiske og økonomiske udvikling i landene kan udvise højere risici end i udviklede økonomier, hvorfor der kan forekomme større udsving på landenes aktiemarkeder end på aktiemarkederne i de udviklede lande. Blandt særlige økonomiske risici kan nævnes, at visse lande har relativt store budgetunderskud, der kan udgøre en destabiliserende faktor i perioder. Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet.

### Markedet

De østeuropæiske aktiemarkeder eksklusiv Rusland endte året med et positivt afkast. Alle de større lande havde positive afkast bortset fra Tyrkiet. Det polske aktiemarked var i første halvår påvirket af usikkerhed omkring politiske tiltag, men udviklede sig positivt i 2. halvår, da regeringen mode-rede mulige stramninger inden for blandt andet finanssektoren. Det tyrkiske marked blev kraftigt negativt påvirket af politisk usikkerhed efter militærkuppet i juli, uroen i Mellem-østen og adskillige terrorangreb.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i 2016 et afkast på 6,89 pct., mens benchmark steg med 8,67 pct. Afdelingens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til benchmark og konkurrenter, men har indfriet vores forventning om moderat positivt afkast på grund af Brexit og usikkerheden om det fremtidige økonomiske samarbejde i Europa.

### Vurdering af resultatet

Afdelingens negative merperformance skyldes blandt andet overvægt i Tyrkiet og aktievalg i Slovenien, Ungarn og Østrig. Positivt bidrog aktievalget i Polen og Tyrkiet. På enkeltaktie niveau trak investeringen i det østrigske catering selskab Do & Co ned efter skuffende udvikling i Tyrkiet, der er deres største marked. Human ressource selskabet Workservice og rengøringsselskabet Impel i Polen bidrog også negativt efter skuffende regnskaber. Tyrkiske Halkbank trak også ned pga. frygt for dårlige lån fremadrettet. Positivt bidrog blandt andet de polske selskaber aluminumshjul producenten Uniwheels, skoforhandleren CCC og gældsopkøber Kruk.

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Juni 2004

Risikoindikator (1-7): 6

Benchmark: 85% Dow Jones STOXX EU Enlarged TMI inkl. nettoudbytter og 15% MSCI Turkey inkl. udbytter

Fondskode: DK0016275464

Porteføljeraðgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### Landefordeling

Polen	46,1%
Tyrkiet	14,9%
Ungarn	14,4%
Rumænien	6,9%
Tjekkiet	5,4%
Øvrige inkl. likvide	12,3%

### Nøgletal for risiko

Sharpe Ratio	0,20
Standardafvigelse	12,58
Tracking error	2,70
Information Ratio	0,56
Sharpe Ratio (benchm.)	0,08
Standardafvigelse (benchm.)	12,95
Active share	40,50

## Østeuropa ex Rusland KL

Afdelingen er aktivt styret, men den har en tracking error på under 3 procentpoint og en active share under 50, hvilket især kan tilskrives et "smalt" benchmark. De senere års afkast i forhold til benchmark viser, at afdelingens har en tilstrækkelig aktivitet til at kunne opfylde sin målsætning om at opnå et afkast, der er højere end afkastet på benchmark

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2017

For Polen og de øvrige lande i Østeuropa eksklusive Rusland udgør en lavere vækst i Europa en risiko for væksten i landene på grund af det økonomiske samkvem. I Polen har regeringen strammet beskatningen på finanssektoren, og selvom der kom mere positive meldinger fra regeringen i slutningen af 2016 er nye politiske tiltag fortsat en risikofaktor. I Tyrkiet er den politiske og økonomiske usikkerhed stor efter det fejlslagne militærkup i juli og flere terrorangreb.

Polen, Ungarn, Tyrkiet, Tjekkiet og Rumænien er afdelingens største investeringsområder med Polen som det klart største, og derfor vil den økonomiske og politiske situation i landene og selskabernes indtjeningsudvikling have særlig stor betydning.

### Forventninger til markedet samt strategi

Væksten i den globale økonomi er positiv drevet af en solid økonomisk udvikling i de udviklede økonomier samt idigt med, at den økonomiske vækst i emerging markets er stabiliseret. Der er fortsat stor variation i vækstudviklingen imellem de forskellige økonomiske regioner. I USA forventes en stærk vækst

at resultere i en stramning af pengepolitikken i 2017. Kombineret med en relativ høj prisfastsættelse kan det lægge en dæmper på udviklingen på aktiemarkedet. I Europa vil vi fortsat opleve meget lempelige finansielle vilkår. Dette vil understøtte investerings- og forbrugslysten, samtidigt med at en fortsat svækkelse af euroen overfor den amerikanske dollar vil være understøttende for den økonomiske vækst og dermed skabe et fornuftigt indtjeningspotentiale kombineret med en attraktiv prisfastsættelse. I 2017 forventer vi en moderat positiv udvikling på aktiemarkedene, men også markeder der vil være præget af både stigende og faldende risikoappetit drevet af økonomiske og politiske nyheder globalt.

Ved indgangen til 2017 er de største landevægte hhv. Polen, Ungarn, Tyrkiet, Rumænien og Tjekkiet, og vi forventer, at disse lande også i 2017 vil udgøre den største andel af afdelingen. Aktieudvælgelsen er en meget vigtig del af den løbende porteføljepleje. Afkastet vil udover den generelle udvikling i de globale aktiemarkeder og stemningen omkring nye markeder også afhænge af den politiske udvikling i regionen.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. For 2017 er det forventningen, at afdelingen opnår et moderat positivt afkast på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end benchmark - blandt andet afhængigt af de store økonomiers penge- og finanspolitik, væksten i den globale økonomi, udviklingen i råvarepriser og den geopolitiske udvikling

## Østeuropa ex Rusland KL

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2016	1.1.-31.12.2015		31.12.2016	31.12.2015
	1.000 DKK	1.000 DKK		1.000 DKK	1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	44	50	<b>Likvide midler:</b>		
2 Renteudgifter	13	46	Indestående i depotselskab	332	9.429
3 Udbytter	10.174	10.945	<b>I alt likvide midler</b>	<b>332</b>	<b>9.429</b>
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>10.206</b>	<b>10.949</b>	<b>Kapitalandele:</b>		
4 <b>Kursgevinster og -tab:</b>			Not. aktier fra udl. selskaber	81.014	360.116
Kapitalandele	9.812	+54.171	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>81.014</b>	<b>360.116</b>
Valutakonti	+253	3.306	<b>Andre aktiver:</b>		
Øvrige aktiver/passiver	+50	12	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	24	121
5 Handelsomkostninger	+104	+112	Mellemvær. vedr. handelsafv.	27	1.714
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>9.405</b>	<b>+50.965</b>	Aktuelle skatteaktiver	772	752
<b>I alt indtægter</b>	<b>19.611</b>	<b>+40.016</b>	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>823</b>	<b>2.587</b>
6 Administrationsomkostninger	4.365	5.016	<b>Aktiver i alt</b>	<b>82.169</b>	<b>372.132</b>
<b>Resultat før skat</b>	<b>15.246</b>	<b>+45.032</b>	<b>Passiver</b>		
7 Skat	685	748	9 <b>Investorerers formue</b>	<b>82.146</b>	<b>369.868</b>
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>14.561</b>	<b>+45.780</b>	<b>Anden gæld:</b>		
<b>Resultatdisponering</b>			Skyldige omkostninger	23	32
Overført til udlodning næste år	+31.106	+102.266	Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	2.232
8 Disponeret i alt vedr. udlodning	+31.106	+102.266	<b>I alt anden gæld</b>	<b>23</b>	<b>2.263</b>
Overført til formuen	45.667	56.486	<b>Passiver i alt</b>	<b>82.169</b>	<b>372.132</b>
<b>I alt disponeret</b>	<b>14.561</b>	<b>+45.780</b>			

### Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2012	2013	2014	2015	2016
Afkast (pct.)	31,11	0,90	1,18	+0,37	6,89
Benchmarkafkast (pct.)	-	+3,64	2,53	+7,55	8,67
Sharpe Ratio	0,19	+0,09	0,63	0,05	0,20
Indre værdi (DKK pr. andel)	126,65	121,75	123,19	122,73	131,18
Nettoresultat (t.DKK)	46.223	+1.239	811	+45.780	14.561
Udbytte (DKK pr. andel)	5,75	0,00	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	1,73	1,66	1,60	1,66	1,69
ÅOP	2,13	2,02	2,05	1,89	1,89
Omsætningshastighed (antal gange)	0,03	0,05	0,16	0,08	0,05
Investorerers formue (t.DKK)	168.814	82.781	85.152	369.868	82.146
Antal andele	1.332.957	679.918	691.227	3.013.644	626.201
Stykstørrelse i DKK	100	100	100	100	100



## Osteuropa ex Rusland KL

### Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Noterede aktier, noterede obligationer, noterede afledte finansielle instrumenter og 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.

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

Note 1: Renteindtægter i 1.000 DKK	2016	2015
Indestående i depotselskab	44	50
I alt renteindtægter	44	50

Note 2: Renteudgifter i 1.000 DKK	2016	2015
Andre renteudgifter	13	46
I alt renteudgifter	13	46

Note 3: Udbytter i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	10.174	10.945
I alt udbytter	10.174	10.945

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 DKK	2016	2015
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	9.812	+54.171
Valutakonti	+253	3.306
Øvrige aktiver/passiver	+50	12
Handelsomkostninger	+104	+112
I alt kursgevinster og -tab	9.405	+50.965

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 DKK	2016	2015
Bruttohandelsomkostninger	+935	+1.128
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	831	1.016
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	+104	+112

Note 6: Administrationsomkostninger i 1.000 DKK	2016		2015	
	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings-direkte	Andel af fællesomk.
Øvrige omkostninger	2	0	1	0
Managementhonorar	4.001	0	4.591	0
Fast administrationshonorar	361	0	424	0
I alt opdelte adm.omk.	4.365	0	5.016	0
I alt adm.omkostninger		4.365		5.016

Note 7: Skat i 1.000 DKK	2016	2015
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	685	748
I alt skat	685	748

### Note 8: Disponeret i alt vedr. udlodning i 1.000 DKK 2016 2015

Renter og udbytter	10.206	10.949
Ikke refunderbar udbytteskat	+685	+748
Regulering vedr. udbytteskat, renteudgifter m.v.	+40	+682
Kursgevinst til udlodning	+37.417	+4.791
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af renter, udbytter og kursgevinster	99.096	+81.727
Udlodning overført fra sidste år	+102.266	+25.268
Til rådighed for udlodning før administrationsomkostninger	+31.106	+102.266
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	4.365	5.016
Udlodningsregulering ved emission/indløsning af administrationsomkostninger	3.061	+1.496
I alt til rådighed for udlodning, brutto	+32.409	+108.778
Negativ rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år	+1.304	+6.512
I alt til rådighed for udlodning, netto	+31.106	+102.266

### Note 9: Investorers formue 2016 2015

	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK	Antal andele	Formueværdi i 1.000 DKK
Investorerens formue primo	3.013.644	369.868	691.227	85.152
Emissioner i året	75.352	9.109	2.663.813	372.553
Indløsninger i året	+2.462.795	+311.754	+341.396	+42.912
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		362		855
Overførsel af periodens resultat		45.667		56.486
Overført til udlodning næste år		+31.106		+102.266
I alt investorernes formue	626.201	82.146	3.013.644	369.868

### Supplerende noter

Finansielle instrumenter i pct.	2016	2015
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,6	97,4
I alt finansielle instrumenter	98,6	97,4
Øvrige aktiver og passiver	1,4	2,6
I alt	100,0	100,0



# Fælles noter

## Anvendt regnskabspraksis

Årsrapporten for 2016 aflægges efter lov om investeringsforeninger m.v. Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til årsrapporten for 2015.

### 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 Investorernes 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.

### Kursgevinster og -tab

I resultatopgørelsen indregnes såvel realiserede som urealiserede gevinster og tab på aktiver og passiver. For obligationer og kapitalandele opgøres de realiserede

de 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 "Investorernes formue". Den sidstnævnte del er opgjort som den andel, provenuet af emissionerne og indløsningerne udgør af kursværdien af de samtlige handler.

### Andre indtægter

Vederlag fra aktieudlån indgår under "Andre indtægter".

### 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.

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.

"Managementhonorar" udgør pålignede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S vedrørende porteføljerådgivning/-forvaltning samt formidling.

"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.

# Fælles noter

Foreningens samlede udgifter til bestyrelse og revision indeholdt i det "faste administrationshonorar" oplyses under fællesnoter:

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, renteudgifter på fordringer samt vederlag for udlån af værdipapirer;
- indtjente udbytter fratrukket indeholdt udbytteskat samt låntagers betaling til långiver af dennes manglende udbytte ved aktieudlån; tilgodehavende udbytteskat indgår i grundlaget efter modtagelse,
- 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 nedrundning af "Til rådighed for udlodning". Udlodningsreguleringen beregnes således, at udlodningsprocenten er af samme størrelse før og efter emission og indløsning.

Ved emission beregnes udlodningsreguleringen som en andel af det beløb, der er til rådighed for udlodning på emissionsdagen. Andelen beregnes som emissionens nominelle værdi i forhold til den cirkulerende kapital. En del af det ved emissionen indbetalte beløb anvendes således til udbetaling af udlodning. Ved indløsning foretages beregning, som på tilsvarende vis nedbringer udbetalingen af udlodning.

"Overført til udlodning fra sidste år" består af nedrundningen af udlodningsbeløbet fra sidste år.

Ved skattefri fusion indregnes i udlodningen for den fortsættende afdeling renter, udbytter, kursgevinster og administrationsomkostninger optjent i den ophørende afdeling i perioden fra primo året til fusionsdagen.

## Balancen

### Likvide midler

Likvide midler indeholder indlånskonti i pengeinstitutter, som er til fri disposition. Likvide midler i fremmed valuta måles til noterede valutakurser på balancedagen.

### Obligationer og kapitalandele

Obligationer og kapitalandele måles til dagsværdi. Dagsværdi fastsættes på noterede obligationer og kapitalandele til lukkekursen på balancedagen, eller hvis en sådan ikke foreligger til en anden officiel kurs, der må antages bedst at svare hertil. Hvis denne kurs ikke afspejler instrumentets dagsværdi på grund af manglende eller utilstrækkelig handel i tiden op til balancedagen, fastlægges dagsværdien ved hjælp af en værdiansættelsesteknik, der har til formål at fastlægge

# Fælles noter

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. 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 provenuet fra salg af finansielle instrumenter, fra udtrukne obligationer 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.

## Investorerens formue

"Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser" består af den foreslåede udlodning pr. 31. december året før beregnet som udbytteprocenten ganget med cirkulerende kapital pr. 31. december året før: "Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning" består af forskellen mellem den efter generalforsamlingen udbetalte udlodning på grundlag af den på dette tidspunkt cirkulerende kapital og udlodningen beregnet pr. 31. december året før.

## Anden gæld

"Anden gæld" måles til dagsværdi. "Mellemværende vedrørende handelsafvikling" består af værdien af provenuet fra køb af finansielle instrumenter samt fra indløsninger før balancedagen, hvor betalingen sker efter balancedagen. Der foretages modregning i tilsvarende beløb omtalt under "Andre aktiver" pr. modpart pr. dag, betalingerne forfalder.

## Omregning af fremmed valuta

Valutakursdifferencer, der opstår mellem transaktionsdagens kurs og kursen på betalingsdag, indregnes i resultatopgørelsen under "Kursgevinster og -tab". Transaktioner i fremmed valuta omregnes til transaktionsdagens kurs. Værdipapirbeholdninger, likvide midler og tilgodehavender i fremmed valuta omregnes til balancedagens kurs. Forskellen mellem balancedagens kurs og kursen på tidspunktet for værdipapirbeholdningens anskaffelse eller tilgodehavendets opståen indregnes i resultatopgørelsen under "Kursgevinster og tab".

## Afdelinger med andelsklasser

Visse afdelinger udbydes i flere andelsklasser i forskellige valutaer. En sådan afdeling består således af en fællesportefølje, hvor der foretages den for andelsklassernes fælles investering i værdipapirer og afholdes omkostninger afledt heraf. Hertil kommer andelsklassernes klassespecifikke transaktioner fra valutaafdækning, bankkonti samt omkostninger.

Der udarbejdes et samlet regnskab for hele afdelingen samt noter til de enkelte andelsklasser.

Nøgletallene vedrørende afkast, indre værdi, omkostninger og antal andele beregnes for de enkelte klasser. I de tilfælde, hvor en klasse ved etableringen viderefører den pågældende afdeling, vises de for klassen relevante nøgletal med historikken.

## Afdelingsfusion

Ved fusion indregnes og måles de overtagne aktiver og forpligtelser i den ophørende afdeling til disses dagsværdi på ombytningsdagen. Fusionsvederlaget, som den fortsættende afdeling modtager på ombytningsdagen tilføres afdelingen i en særlig linje under "Investorerens formue". Der foretages hverken tilpasning af formuen primo i den fortsættende afdeling eller af sammenligningstal i resultatopgørelse, balance og noter.

# Fælles noter

## Nøgletal

### Afkast

Beregnes således:

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

Geninvesteret udlodning = Udlodning i kroner pr. andel x Indre værdi ultimo/Indre værdi umiddelbart efter udlodning.

### Benchmarkafkast

Benchmarkafkast er en opgørelse af udviklingen i det benchmark (markedsindeks), som afdelingen måler sig imod. Dette afkast indeholder i modsætning til afdelingernes afkast ikke administrationsomkostninger.

### Indre værdi

Beregnes som Investorerne 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/Investorerne gennemsnitlig formue x 100.

Som "Administrationsomkostninger" anvendes den tilsvarende post i resultatopgørelsen, og "Investorerne 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 tilrettet.

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

Værdi af køb og værdi af salg opgøres som ovennævnte "Kursværdi af køb og salg af værdipapirer" korrigeret for regnskabsårets emissioner og indløsninger, udbetalte udbytter og likviditet fra driften m.m., således at  $\frac{(\text{Værdi af køb} + \text{Værdi ved salg})/2}$  svarer til handel som følge af porteføljepleje.

Investorerne 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

Afdelingsnavn	Stkstørrelse i kr.	Udbytte i kr. pr. stk.	Kapitalindkomst i kr. pr. stk.	Aktieindkomst i kr. pr. stk.	Skattefri indkomst i kr. pr. stk.
Bioteknologi KL	100	0,00	-	-	-
Danmark Fokus KL	100	49,10	-	49,10	-
Danmark Indeks KL	100	36,40	-	36,40	-
Danmark Indeks Small Cap KL	100	11,10	-	11,10	-
Danmark KL	100	43,10	-	43,10	-
Dannebrog Mellemlange Obligationer KL - aconto	100	0,70	0,70	-	-
Dannebrog Mellemlange Obligationer KL - restudbytte	100	1,10	1,01	-	0,09
Danske Indeksobligationer KL	100	5,10	2,41	-	2,69
Danske Korte Obligationer KL	100	1,40	1,40	-	-
Danske Lange Obligationer KL - Aconto	100	0,90	0,90	-	-
Danske Lange Obligationer KL - restudbytte	100	3,00	2,98	-	0,02
Euro High Yield-Obligationer KL	100	1,90	1,90	-	-
Euro Investment Grade-Obligationer KL	100	3,70	3,70	-	-
Europa Fokus KL	100	2,80	-	2,80	-
Europa Højt Udbytte KL	100	16,10	-	16,10	-
Europa Indeks BNP KL	100	0,00	-	-	-
Europa Indeks KL	100	0,00	-	-	-
Europa KL	100	7,90	-	7,90	-
Europa Small Cap KL	100	42,80	-	42,80	-
Europæiske Obligationer KL	100	3,30	3,30	-	-
Fjernøsten Indeks KL	100	4,20	-	4,20	-
Fjernøsten KL	100	11,10	-	11,10	-
Fonde KL - a conto	100	0,95	0,95	-	-
Fonde KL - restudbytte	100	0,80	0,80	-	-
Global Højt Udbytte KL	100	3,30	-	3,30	-
Global Indeks KL	100	6,10	-	6,10	-
Global Indeks 2 KL	100	4,50	-	4,50	-
Global Plus KL	100	0,00	-	-	-
Global StockPicking KL	100	4,40	-	4,40	-
Global StockPicking 2 KL	100	4,30	-	4,30	-
Globale High Yield-Obligationer KL	100	0,00	-	-	-
Globale Lange Indeksobligationer KL	100	0,00	-	-	-
Globale Mellemlange Indeksobligationer KL	100	0,00	-	-	-
Globale Virksomhedsobligationer KL	100	2,90	2,90	-	-
Japan KL	100	0,00	-	-	-
Kina KL	100	0,00	-	-	-
KlimaTrends KL	100	8,20	-	8,20	-
Latinamerika KL	100	0,00	-	-	-
Mix Obligationer KL	100	0,70	0,70	-	-
Norden Indeks KL	100	12,90	-	12,90	-
Norden KL	100	15,20	-	15,20	-
Nye Markeder Indeksobligationer KL	100	0,10	0,10	-	-
Nye Markeder KL	100	19,70	-	19,70	-
Nye Markeder Obligationer KL	100	4,00	4,00	-	-
Nye Markeder Obligationer Lokal Valuta KL	100	0,00	-	-	-
Nye Markeder Small Cap KL	100	0,00	-	-	-
Teknologi KL	100	15,10	-	15,10	-
Tyskland KL	100	29,00	-	29,00	-
Udenlandske Obligationsmarkeder KL	100	1,30	1,30	-	-
USA KL	100	16,40	-	16,40	-
Østeuropa ex Rusland KL	100	0,00	-	-	-
Østeuropa KL	100	0,00	-	-	-

Skemaet viser hvordan udbytteerne for 2016 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.

Udbytteerne har - på nær acontoudbytte - normalt først relevans for selvangivelsen for 2017, da udbytteerne først udbetales i 2017.

# Fælles noter

## Foreningens væsentligste aftaler

Her beskrives de væsentligste aftaler, som foreningen eller foreningens investeringsforvaltningsselskab på foreningens vegne har indgået pr. 31. december 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 en samlet administrationsomkostning beregnet ud fra afdelingens gennemsnitlige formue. Honoraret består af to dele: en del (administrationshonorar) som udgør betaling for de løbende driftsomkostninger m.v. 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. Satserne fremgår af afdelingernes gældende prospekt, der kan findes på hjemmesiden [danskeinvest.com](http://danskeinvest.com).

Eventuelle yderligere omkostninger til væsentlige, særlige opgaver pålagt af myndigheder, bestyrelsen eller generalforsamlingen betales direkte af den eller de berørte afdelinger.

### Aftale om depot og depotbankfunktion

Foreningen har indgået aftale med Danske Bank om, at banken som depotselskab forvalter og opbevarer værdipapirer og likvide midler særskilt for hver af foreningens afdelinger i overensstemmelse med den til enhver tid gældende lovgivning samt Finanstilsynets

bestemmelser og påtager sig de heri fastlagte kontrolopgaver og forpligtelser.

Omkostningen hertil afholdes af DIMA, idet afdelingernes administrationshonorar omtalt ovenfor også dækker betaling for denne ydelse.

### Aftale om formidling af investeringsbeviser

DIMA har i overensstemmelse med ovennævnte administrationsaftale indgået aftale med Danske Bank om, at banken varetager formidling af foreningens andele gennem Danske Bank og andre distributører i ind- og udland. Aftalen med Danske Bank indebærer endvidere, at banken via sin investeringslinje yder rådgivning til investorer hjemmehørende i pengeinstitutter, som ikke har indgået formidlingsaftale vedrørende foreningen.

Omkostningen hertil afholdes af DIMA, idet afdelingernes managementhonorar omtalt ovenfor også dækker betaling for denne ydelse.

Aftaler om porteføljerådgivning og -forvaltning m.v. DIMA har i overensstemmelse med ovennævnte administrationsaftale indgået aftale med Danske Capital 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.



# Fælles noter

## Aftale om prisstillelse i markedet

DIMA har med Danske Bank indgået aftale om, at banken i blandt andet NASDAQ Copenhagens handelssystemer og i bankens strakshandelssystem løbende - med forbehold for særlige situationer - stiller priser for afdelingernes investeringsbeviser med det formål at fremme likviditeten ved handel med beviser. Prisstillelsen skal ske med såvel købs- som salgspriser og på baggrund af aktuelle emissions- og indløsningspriser. Omkostningen hertil afholdes af DIMA, idet afdelingernes administrationshonorar omtalt ovenfor også dækker betaling for denne ydelse.

## Aftaler om handel med værdipapirer

Et element i aftalerne med Danske Capital er vilkårene for værdipapirhandler i forbindelse med den løbende pleje af de enkelte porteføljer:

Handlerne placeres hos såvel Danske Banks handelsfunktioner som hos andre bankers handelsfunktioner; jf. omtalen under "Omkostninger".

Handlerne sker til priserne i det professionelle/institutionelle marked i ind- og udland med tillæg respektive fradrag af eventuel kurtage hos brokere, skatter, udenlandske omkostninger, af viklingsgebyrer og lign.

Tilsvarende vilkår gælder ved andre porteføljerådgiveres/-forvalteres gennemførelse af værdipapirhandler. Handelsomkostningerne - kurtage og eventuelle kursspreads m.v. - indgår ikke i afdelingernes årlige administrationsomkostninger, men er typisk et tillæg til prisen ved afdelingernes køb og et fradrag i prisen ved afdelingernes salg af værdipapirer. Beløbene indgår i resultatopgørelsen i kategorien "Kursgevinster og -tab" under posten "Handelsomkostninger".

# Fælles noter

<b>Revisionshonorar</b>		
	2016	2015
Foreningens samlede udgift til revision i 1.000 DKK		
Revisionshonorar, Ernst & Young	603	633
Erklæringsopgaver med sikkerhed, Ernst & Young	620	638
Honorar for andre ydelser, Ernst & Young	76	2.241
Det samlede honorar for arbejdet i foreningen til Ernst & Young	1.299	3.512

Honorar for andre ydelser omfatter primært honorar for assistance i forbindelse med tilbagesøgning af udbytteskat.

<b>Bestyrelseshonorar</b>		
	2016	2015
Foreningens samlede udgift til bestyrelseshonorar i 1.000 DKK		
Foreningens samlede udgift til bestyrelseshonorar	827	1.024

# Fælles noter

---

## Finanskalender 2017

---

16. marts 2017	Bestyrelsen behandler årsrapporten for 2016, som efterfølgende offentliggøres.
24. april 2017	Ordinær generalforsamling
28. august 2017	Bestyrelsen behandler halvårsrapporten for 2017, som efterfølgende offentliggøres.

---

*Herudover udsender Danske Invest et nyhedsbrev. På [www.danskeinvest.dk](http://www.danskeinvest.dk) offentliggøres hver måned ureviderede beholdningslister, afkastoplysninger, faktasider m.v.*

---

## Valutakoder

---

Euro	EUR
Amerikanske dollar	USD
Britiske pund	GBP
Svenske kroner	SEK
Norske kroner	NOK
Schweiziske franc	CHF
Canadiske dollar	CAD
Japanske yen	JPY
Australske dollar	AUD
New Zealandske dollar	NZD

---

# Fælles noter

## 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



Investeringsforeningen  
Danske Invest  
Parallelvej 17  
2800 Kgs. Lyngby

[www.danskeinvest.dk](http://www.danskeinvest.dk)  
[danskeinvest@danskeinvest.com](mailto:danskeinvest@danskeinvest.com)